

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

SEPTEMBRE 2006

153

SOMMAIRE

ÉDITORIAL	■	La Banque de France et la circulation des billets	
ACTUALITÉ	■	Sommaire	I
		Focus : Déséquilibres globaux et perspective européenne	2
ÉTUDES	■	Sommaire	17
		La Banque de France et la gestion des billets	19
		Julien LASALLE, Pierre-Marie ROMAIN, Banque de France	
		<i>Au cours des vingt-cinq dernières années, le rôle de la banque centrale et celui des sociétés de transport de fonds se sont renforcés dans l'organisation de la filière fiduciaire en France.</i>	
		Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM	23
		Lionel POTIER, Arthur SAINT-GUILHEM, Banque de France	
		<i>L'article propose un examen de différents scénarios d'ajustement du déficit courant américain et une mesure des coûts associés pour les économies des États-Unis et de leurs partenaires.</i>	
		Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne logement	43
		Élisabeth FONTENY, Banque de France	
		<i>Le changement du régime fiscal et social des plans d'épargne logement (PEL) intervenu début 2006 a entraîné une décollecte massive sur ce type de placements et un report sur d'autres produits, ainsi qu'une réduction sensible des ressources longues des banques.</i>	
		Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne	53
		Émilie CRÉTÉ, Banque de France	
		<i>Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne français a un champ d'application plus restreint mais aussi des obligations légales renforcées. Cette réforme, qui entraîne des conséquences notables pour la Place de Paris, participe de la stabilité financière.</i>	
		Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain	61
		Erwan GAUTIER, Banque de France	
		<i>Aux États-Unis, l'information issue des séries financières, qui reflètent les anticipations des agents basées sur l'information économique disponible, permet de bien prévoir la survenance de retournements conjoncturels.</i>	
		Les ajustements des prix de production en France et dans la zone euro	
		Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives	73
		Erwan GAUTIER, Patrick SEVESTRE, Banque de France	
		<i>Les modifications de l'environnement économique constituent pour les entreprises des incitations à modifier leurs prix. On observe toutefois que l'ampleur de ces révisions est assez modérée et que près d'une fois sur deux, ces révisions consistent en une baisse de prix.</i>	
STATISTIQUES	■	Sommaire	83
DIVERS	■	Abréviations	I
		Documents publiés	III
		Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 93 de septembre 2006	XI
		Coupon-abonnement	XIII

Achevé de rédiger le 11 octobre 2006

Site internet : www.banque-france.fr

La Banque de France et la circulation des billets

Mettre à tout moment à la disposition du public des billets en quantité et qualité suffisantes est au cœur des missions d'une banque centrale. Comme toutes les autres, cette mission a profondément évolué au cours des vingt-cinq dernières années, sous l'effet, outre le passage à l'euro, de profonds changements économiques et technologiques. La Banque de France s'est adaptée à cette évolution, par un renouvellement de ses matériels et de ses méthodes, ce qui lui permet aujourd'hui de faire face à la complexité et au volume croissants des opérations de gestion de la monnaie fiduciaire.

Plusieurs traits marquants caractérisent les dernières décennies :

- la modification de la stratégie du secteur bancaire s'est traduite par la cessation progressive du traitement des billets dans les agences et les caisses centrales des banques ;
- les innovations technologiques ont notamment conduit au développement, à l'échelle nationale, du parc de distributeurs automatiques de billets (DAB) dont l'approvisionnement a été largement confié par les banques aux sociétés de transport de fonds ;
- la croissance du secteur de la grande distribution est à l'origine d'une concentration des espèces dont la gestion a également été prise en charge par les sociétés de transport de fonds du fait du désengagement des banques ;
- enfin, les sociétés de transport de fonds se sont imposées à la suite de cette réorganisation de la filière fiduciaire comme les principaux intervenants de la gestion de cette filière en dehors de la Banque de France.

En conséquence, les circuits de billets se sont raccourcis et le recyclage externe par les banques s'est progressivement réduit, entraînant une hausse continue des flux aux guichets de la Banque de France. Alors que, de 1980 à 2005, le volume de billets en circulation progressait modérément (1,7 % par an) celui des versements aux guichets de la Banque de France s'est fortement accru (3,9 % en moyenne annuelle). Les billets en circulation revenaient à la Banque de France en moyenne moins de deux fois par an au début des années quatre-vingt. Ils reviennent maintenant 3,4 fois par an (chiffre 2004).

La Banque de France s'est adaptée pour faire face à ces évolutions. Partant d'une situation où le tri était essentiellement manuel elle s'est équipée progressivement pour traiter des volumes en forte augmentation. Les plans d'équipements successifs ont donc permis de disposer à partir de 1994 d'une capacité de triage mécanique excédant le montant des versements, à l'exclusion de tout tri manuel. Le passage du tri manuel à un tri entièrement automatisé a entraîné une hausse de productivité et une baisse continue des effectifs affectés à cette activité : les effectifs des caisses ont diminué d'un tiers alors que, dans le même temps, le volume des billets triés a presque quadruplé. Les coûts de traitement unitaire ont parallèlement diminué (- 5,4 % par an). Enfin, le réseau des implantations territoriales a été rationalisé, notamment pour faire face à la concentration des centres forts des sociétés de transport de fonds, et ramené de 234 à 77 caisses entre 1980 et 2006.

L'entrée en vigueur le 16 janvier 2006 du décret sur le recyclage des espèces pourrait à nouveau modifier le rôle de la Banque de France dans la filière fiduciaire, d'une part, en raison des impacts probables sur les volumes versés à ses guichets et, d'autre part, du fait de l'émergence d'une fonction nouvelle, le contrôle de la filière fiduciaire.

Le décret définit les conditions dans lesquelles les établissements de crédit peuvent remettre en circulation à leurs guichets des billets ne provenant pas d'une banque centrale de l'Eurosystème.

Il prévoit, en particulier, que les établissements qui souhaitent alimenter leurs distributeurs automatiques avec des billets recyclés doivent avoir, au préalable, signé des conventions avec la Banque de France.

Ces conventions précisent les moyens, notamment les matériels et les procédures, à mettre en œuvre par les établissements de crédit ou leurs prestataires en vue de recycler les billets et prévoient la possibilité pour l'institut d'émission d'effectuer des contrôles sur pièces et sur place.

Il est encore trop tôt pour évaluer les conséquences de ce nouveau dispositif, la plupart des établissements n'ayant pas totalement défini les moyens les plus appropriés pour s'y adapter.

Focus : Déséquilibres globaux et perspective européenne	2
Faits saillants	4
1 La situation économique de la France	5
1 1 La croissance et les prix	5
1 2 La balance des paiements	8
2 La monnaie, les placements et les financements	10
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	10
2 2 L'endettement intérieur total — France	10
2 3 L'endettement sur les marchés	11
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	11
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	12
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	12
3 Les marchés de capitaux	13
3 1 Les marchés de change et de matières premières	13
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	14
3 3 Les marchés boursiers	16

ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro	6
2 Compétitivité de l'économie française	7
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en août 2006	12
4 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	16

Focus

Déséquilibres globaux et perspective européenne

La libéralisation des échanges de capitaux et la montée en puissance de marchés financiers plus liquides, complets et internationalement intégrés, couplés au développement d'instruments de couverture du risque, devraient assurer une allocation plus efficiente de l'épargne mondiale, le capital se dirigeant alors sur les différents marchés en fonction des diverses combinaisons rendement/risque qu'ils offrent. De fait, une diminution du « *home bias* » ou « habitat préféré », c'est-à-dire la préférence des épargnants nationaux pour l'investissement en actifs domestiques, s'observe, mais ce « *home bias* » demeure une caractéristique très saillante du système financier international. En moyenne entre 2001 et 2003, 86 % de l'investissement en actions des résidents américains s'est dirigé vers le marché américain, alors que ce dernier ne représentait que 44,5 % de la capitalisation mondiale.

Si les effets de frontière continuent donc de largement déterminer l'allocation internationale de l'épargne, il n'en demeure pas moins que le système financier global parvient probablement mieux qu'hier à absorber des déséquilibres de balance courante massifs, affectant notamment la première économie mondiale. Le déficit courant américain représente aujourd'hui plus de 2 % du PIB mondial. En 1986, lors du précédent pic de dégradation des échanges extérieurs des États-Unis, il était inférieur à 1 % du PIB mondial. Mais, depuis 1980, les déficits de balance courants persistants, c'est-à-dire présentant un solde négatif sur cinq années consécutives, sont stables autour de 0,5 % du PIB mondial si l'on exclut les États-Unis du calcul. S'il y a, sur la période récente, diminution du « *home bias* », cela semble donc s'accomplir au bénéfice exclusif des États-Unis.

L'articulation du financement extérieur américain est bien connue. Durant une première phase de détérioration du solde courant au tournant des années deux mille, ce sont les surplus asiatiques, notamment japonais et chinois, qui ont assuré le bouclage. Plus récemment, le relais a été pris par les pays exportateurs de pétrole, dont les surplus cumulés représentent maintenant plus de la moitié du déficit américain. Dans ce cadre, le rôle de la zone euro paraît limité. Seule grande zone économique mondiale à présenter, en moyenne période, un solde courant équilibré, sa responsabilité dans le creusement des déséquilibres globaux comme sa contribution potentielle au rééquilibrage du déficit américain paraissent faibles.

L'accélération de la croissance dans la zone euro peut certes réduire le déficit américain, dans la mesure où l'Europe demeure le premier marché d'exportation des États-Unis. Cette vision reste toutefois trop fruste. L'accélération de la demande de la zone euro, pour être durable, doit prendre la forme d'une amélioration de son potentiel de croissance, et non d'une stimulation conjoncturelle d'ailleurs hors de propos compte tenu de la faiblesse des marges de manœuvre disponibles. En outre, les réformes structurelles nécessaires à l'élévation du potentiel de croissance pourraient accroître la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB, c'est-à-dire produire un excédent courant, en améliorant la compétitivité européenne. L'élévation de la croissance potentielle européenne, souhaitable en soi, n'apporterait donc pas nécessairement de contribution significative à l'ajustement des déséquilibres globaux.

Au demeurant, la zone euro a d'ores et déjà apporté une contribution potentiellement significative à l'ajustement du déséquilibre extérieur des États-Unis *via* l'appréciation de sa devise vis-à-vis du dollar. Alors que ce sont les échanges avec l'Asie émergente qui expliquent une part largement majoritaire de la détérioration du solde commercial des États-Unis depuis une dizaine d'années, l'ajustement du taux

de change n'est intervenu qu'avec les devises flottantes, notamment le dollar canadien et l'euro. Or, la réactivité des échanges extérieurs américains à la dépréciation du dollar depuis plus de deux ans a été faible. Au-delà des délais usuels d'ajustement, il est possible que le secteur manufacturier américain, du moins dans ses composantes traditionnelles (c'est-à-dire hors NTIC), éprouve désormais des difficultés structurelles profondes à réagir à une modification des signaux de prix, notamment en raison d'un investissement longtemps insuffisant. Une éventuelle dépréciation du dollar ne saurait donc, à elle seule, améliorer le solde extérieur des États-Unis. Une démarche plus large, intégrant une réorientation de la politique économique américaine dans un sens plus favorable à l'épargne nationale, paraît devoir être privilégiée comme le préconise le G 7.

Faits saillants

La situation économique de la France

- En juillet, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 106, comme en juin.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,4 % au troisième trimestre. L'acquis de croissance pour 2006 au troisième trimestre serait de 2,1 %.
- Le taux de chômage s'établit en août à 9,0 %, après 8,9 % en juillet.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 2,1 % en août en glissement annuel.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat M3 a de nouveau décéléré en juillet (7,8 %, après 8,5 % en juin) sous l'effet du net ralentissement des dépôts à vue (6,7 %, après 9,0 %) qui l'a emporté largement sur l'accélération des autres dépôts monétaires et des instruments négociables (respectivement 9,3 %, après 8,8 % et 5,0 %, après 4,8 %).
Le taux de progression annuel des concours au secteur privé a légèrement augmenté en juillet (11,8 %, après 11,5 %).
- En France, le taux de croissance annuel des crédits des institutions financières monétaires au secteur privé résident est resté stable (11,3 %, après 11,4 %).
La progression des crédits aux ménages a conservé son rythme soutenu du mois précédent (11,9 %) alors que celle des crédits aux sociétés non financières s'est atténuée (10,3 %, après 11,3 %).

Les marchés de capitaux

- Dans la zone euro, les anticipations de resserrements monétaires à court terme se sont consolidées, les participants de marché attendant que le Conseil des gouverneurs porte le taux minimum de soumission aux appels d'offre à 3,50 % d'ici à la fin de l'année.
- *A contrario*, la confirmation du ralentissement de l'activité économique américaine, comme la publication de chiffres de croissance et d'inflation inférieurs aux attentes au Japon ont conforté le sentiment des participants de marché dans leurs anticipations de fin de cycle de resserrement monétaire du Système fédéral de réserve et de *statu quo* monétaire temporaire au Japon.
- Partout les courbes des rendements obligataires se sont aplaties, sous l'effet d'une baisse marquée des rendements de long terme.
- Sur les marchés de change, le yen a plus particulièrement souffert de différentiels défavorables de taux d'intérêt, actuels et anticipés.
- Les tensions géopolitiques s'estompant, le prix du pétrole a reculé.
Dans ce contexte, les marchés boursiers ont affiché une bonne performance sur le mois.

I | La situation économique de la France

I | I La croissance et les prix

Dans un contexte d'activité soutenue, des signaux divergents durant l'été

Selon les résultats détaillés des comptes trimestriels, le profil de la croissance du PIB est légèrement révisé à la hausse au deuxième trimestre (+ 0,1 point) à 1,2 % et à la baisse au premier trimestre (- 0,1 point) à 0,4 %. L'acquis de croissance à la fin du deuxième trimestre reste cependant inchangé à 1,9 %.

Au deuxième trimestre, l'emploi salarié concurrentiel non agricole a augmenté de 0,3 % en variation trimestrielle, après 0,2 % au premier trimestre, portant la croissance en glissement annuel à 0,9 %. Au total, sur un an, 135 000 emplois ont été créés, principalement dans le tertiaire.

En juillet, l'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a baissé de - 1,5 % (1,8 % de croissance pour les trois derniers mois rapportés aux trois précédents), après - 0,6 % en juin (+ 1,6 % pour les trois derniers mois rapportés aux trois précédents), suite à une baisse de l'ensemble des composantes, notamment de l'« industrie automobile » (- 1,4 %, après - 3,8 % en juin) et des « biens intermédiaires » (- 2,4 %, après - 0,1 % en juin). L'acquis de croissance en variation trimestrielle pour le troisième trimestre est de - 0,9 %.

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est stabilisé à 106 en juillet. Le taux d'utilisation des capacités s'est replié mais reste proche de sa moyenne de longue période. Le niveau des carnets de commande s'est légèrement dégradé en juillet. Les chefs d'entreprise de services marchands indiquent, quant à eux, que la croissance de l'activité s'est poursuivie en juillet à un rythme proche de celui observé en juin et que les effectifs se sont un peu accrus. Ils anticipent par ailleurs une stabilisation de l'activité à court terme.

L'indice PMI des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est en baisse en septembre (56,0, après

56,2 en août). Il est néanmoins au-dessus de son seuil d'expansion pour le seizième mois consécutif. Dans le domaine des services, il est également en baisse, à 61,4, après 62,5 en août ; il est au-dessus de son seuil d'expansion pour le trente-neuvième mois consécutif.

L'évolution des dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré une baisse au mois de juillet, mais est en nette progression au mois d'août (respectivement - 0,9 % en variation mensuelle et + 3,3 %, après + 0,9 % en juin révisé de - 0,8 point). Cette progression en août s'explique par la hausse de toutes les composantes, en particulier des biens durables (4,7 % en variation mensuelle en août, après - 3,6 % en juillet) et du « textile-cuir » (5,0 % en août en variation mensuelle, après 3,0 % en juillet). L'acquis de croissance en variation trimestrielle pour le troisième trimestre est de 2,3 %, après 1,5 % au premier trimestre.

Les immatriculations de voitures particulières neuves ont baissé de - 1,1 % en septembre 2006, après avoir augmenté de 2,6 % en août, ce qui porte leur évolution en variation trimestrielle à - 4,1 % au troisième trimestre, après + 2,3 % au deuxième.

Le taux de chômage au sens du BIT s'établit en août à 9,0 %, après 8,9 % en juillet.

La construction de logements neufs en août a enregistré une reprise modérée. En effet, le rythme de progression des mises en chantier de logements neufs sur les trois derniers mois par rapport aux trois mêmes mois de l'année précédente a légèrement accéléré en août, à 6,6 %, contre 4,4 % en juillet.

Le déficit du commerce extérieur français s'est fortement dégradé en juillet, s'établissant à - 3,7 milliards d'euros, après - 2,4 milliards en juin, du fait notamment d'une baisse des exportations (31,7 milliards d'euros en juillet contre 32,7 milliards en juin). Sur les sept premiers mois de l'année, le solde cumulé se détériore très sensiblement à - 16,3 milliards d'euros contre - 11,7 milliards sur la même période l'année précédente.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,4 % au troisième trimestre 2006 ; l'acquis de croissance pour 2006 à la fin du troisième trimestre serait de + 2,1 %.

ENCADRÉ I

Évolution récente de l'environnement international et zone euro

États-Unis

- Ralentissement de l'indice des prix à la consommation en août : 3,8 % en glissement annuel, après 4,1 % en juillet (0,2 % sur un mois, après 0,4 % en juillet)
- Décélération de l'indice des prix immobiliers (OFHEO) au deuxième trimestre 2006 : 10,1 % en glissement annuel, après 12,8 % le trimestre précédent
- Révision à la hausse du PIB en volume au deuxième trimestre : 2,6 % en variation trimestrielle annualisée (2,5 % en première estimation), après 5,6 % au premier trimestre
- Baisse de la consommation des ménages en volume : - 0,1 % sur le mois d'août, après + 0,5 % en juillet
- Hausse de l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board en septembre : 104,5, après 100,2 en août et de celui de l'Université du Michigan : 85,4, après 82,0 en août
- Baisse du taux de chômage en août : 4,7 %, après 4,8 % en juillet
- Baisse des indices ISM en septembre : de 57,0 en août à 52,9 pour le secteur non manufacturier et de 54,5 en août à 52,9 pour le secteur manufacturier
- Baisse de la production industrielle en août : - 0,2 % sur un mois, après 0,4 % en juillet. En glissement annuel : 4,7 % en août, après 5,2 % en juillet
- Creusement du déficit de la balance des biens et services en juillet : - 68 milliards de dollars, après - 64,8 milliards en juin

Japon

- Révision de la série d'indice des prix à la consommation : 0,9 % sur un an en août, après 0,3 % en juillet. Première publication d'un indice hors produits énergétiques et produits alimentaires frais : - 0,4 % sur un an en août, après - 0,3 % en juillet
- Révision du PIB en volume au deuxième trimestre : 0,2 % en variation trimestrielle (inchangé), après 0,8 % au premier trimestre (0,7 % en précédente estimation)
- Consommation des ménages en volume : - 4,3 % sur un an en août, après - 1,3 % en juillet
- Baisse du taux de chômage en juillet : 4,1 %, après 4,2 % en juin
- Production industrielle en août : 6,0 % sur un an, après 5,1 % en juillet
- Hausse de l'indice PMI manufacturier en septembre : 54,8, après 54,6 en août
- Indicateur du climat des affaires de l'enquête TANKAN au troisième trimestre 2006 sur l'ensemble des entreprises : + 6 comme au trimestre précédent

Royaume-Uni

- Accélération de l'IPCH en août : 2,5 % sur un an, après 2,4 % en juillet
- Confirmation de la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre : 0,8 % en variation trimestrielle, après 0,7 % au premier trimestre

Zone euro

- Premières estimations de la croissance du PIB au deuxième trimestre 2006 : 0,9 % au deuxième trimestre, après 0,8 % au premier (révisé de 0,2 point), soit une progression sur un an de 2,6 % au deuxième trimestre, après 2,1 % au premier. La contribution de la demande intérieure hors stocks est restée stable (à + 0,7 point, comme au premier trimestre), alors que la contribution nette du commerce extérieur a baissé (+ 0,1 point au deuxième trimestre, après + 0,4 point au premier).
- Révisions à la hausse des prévisions de la Commission européenne pour la croissance du PIB en 2006 (à 2,5 %, contre 2,1 % dans les prévisions de mai). La Commission prévoit une progression du PIB de 0,7 % pour chacun des deux derniers trimestres de l'année 2006. La prévision d'inflation 2006 est revue à la hausse de 0,1 point, à 2,3 % en moyenne.
- Hausse en septembre de l'indicateur du climat des affaires (à 1,46, contre 1,25 en août) et de l'indicateur du sentiment économique (à 109,3, après 108,3) publiés par la Commission européenne.
- Hausse du volume des ventes du commerce de détail de 0,6 % en juillet (après 0,3 % en juin), soit 2,5 % sur un an (après 1,5 % en juin)
- Hausse en août de 0,2 % des prix à la production industrielle hors construction et énergie (après 0,4 % en juillet), soit une progression sur un an de 3,6 % (après 3,5 % en juillet)
- Hausse du chômage dans la zone euro à 7,9 % en août, après 7,8 % en juillet
- Déficit courant au deuxième trimestre 2006 de 13,3 milliards d'euros (soit 0,6 % du PIB), après un déficit de 15,2 milliards au premier trimestre 2006 et de 11,2 milliards au deuxième trimestre 2005
- L'inflation dans la zone euro en septembre s'établirait à 1,8 % en glissement annuel, en première estimation, après 2,3 % en août.

Des tensions inflationnistes en léger recul avec la baisse des prix de l'énergie sur le mois

En septembre, l'indice du prix des matières premières importées par la France a baissé de - 8,9 % sur le mois, après - 2,2 % en août, portant ainsi la croissance en glissement annuel à 3,0 %, après 17,5 % en août.

Le cours du *brent* connaît une baisse en septembre (cours mensuel de 62,5 dollars le baril contre 73,5 dollars en août).

Le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés (résultats définitifs) a augmenté de 0,6 % au cours du deuxième trimestre 2006, révisé de + 0,1 point, après 0,9 % au premier trimestre 2006. Sur un an, le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés s'est accru de 2,9 %.

En août, l'indice des prix à la consommation harmonisé a connu une croissance de 0,3 %, et le glissement annuel est revenu de + 2,2 % en juillet à + 2,1 %.

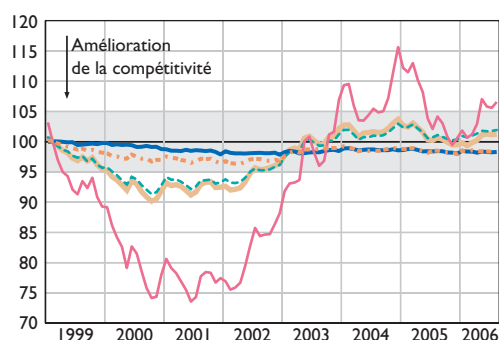
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

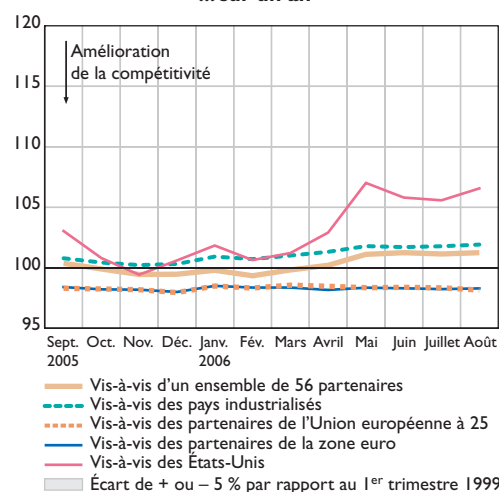
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



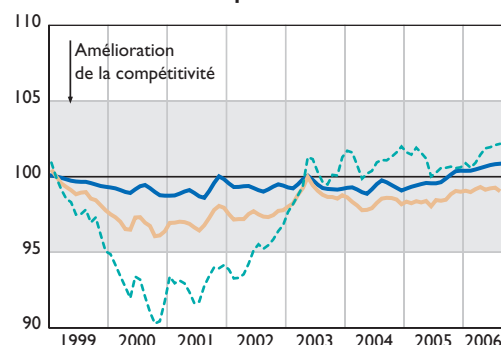
... sur un an



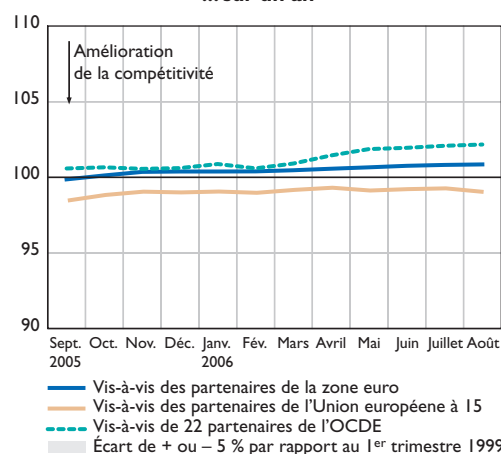
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an



Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en juillet 2006

En juillet 2006, le *déficit courant* s'établit à - 4,0 milliards d'euros, contre - 0,8 milliard en juin et - 2,2 milliards en mai. À l'exception de l'excédent des voyages qui reste stable, toutes les composantes enregistrent une dégradation de leur solde, en particulier les biens (- 1,0 milliard) et les revenus (- 1,1 milliard). Après une amélioration en juin, le déficit des transferts courants s'est creusé de 0,6 milliard et le solde des services hors voyages s'est détérioré de 0,4 milliard.

Le solde des *investissements directs* s'inverse en juillet, à - 2,5 milliards contre + 2,4 milliards en juin, en raison d'une diminution des investissements étrangers en France. Ces derniers passent de 8,9 milliards en juin au niveau plus habituel de 2,3 milliards en juillet. On relève non seulement une baisse des prêts nets des groupes étrangers à leurs filiales françaises, mais aussi une diminution des opérations en capital social due, en partie, à un désinvestissement dans le secteur du bâtiment et des travaux publics. Les investissements français à l'étranger, en baisse également, concernent principalement le secteur des IFM ce mois-ci.

Les *investissements de portefeuille* se soldent par des sorties nettes de 26,8 milliards en juillet, qui contrastent avec les entrées nettes de 21,2 milliards observées le mois précédent. Sur titres étrangers, les achats nets des résidents se montent à 44,8 milliards, dont 15,0 milliards d'actions, 17,0 milliards d'obligations et 12,8 milliards de titres du marché monétaire. Les IFM contribuent pour près des trois quarts à ces mouvements. Sur titres français, les non-résidents ont acheté pour 18 milliards de titres dont 13,8 milliards d'actions et 7,2 milliards d'obligations. Ils ont cédé en revanche pour 3,0 milliards d'instruments du marché monétaire. Tous instruments confondus, les non-résidents ont vendu pour 1,2 milliard de valeurs du Trésor, en liaison avec le remboursement d'une souche de bons à long terme.

Les « autres investissements » dégagent des entrées nettes de 20,9 milliards en juillet. Les engagements nets des IFM s'accroissent en particulier de 28,4 milliards sur le mois.

Les erreurs et omissions nettes s'établissent à 11,4 milliards sur le mois, mais s'inscrivent à - 18,4 milliards en cumul sur les douze derniers mois.

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2004 (b)	Déc. 2005 (b)	Juillet 2006 (c)	Juillet 2005 (b)	Juillet 2006 (c)	Mai 2006 (c)	Juin 2006 (c)	Juillet 2006 (c)
Compte de transactions courantes	- 5,6	- 27,0	- 28,3	- 4,4	- 6,9	- 2,2	- 0,8	- 4,0
Biens	- 6,9	- 25,9	- 30,6	- 5,6	- 8,6	- 2,2	- 2,7	- 3,7
Services hors voyages	- 1,0	- 0,9	- 2,7	0,3	- 1,1	- 0,6	0,0	- 0,4
Voyages	9,8	8,9	8,3	2,4	2,0	0,7	0,7	0,7
Revenus	10,2	13,1	18,2	3,2	5,6	1,7	2,5	1,4
Transferts courants	- 17,7	- 22,2	- 21,5	- 4,6	- 4,9	- 1,7	- 1,3	- 1,9
Compte de capital	1,4	0,5	- 0,5	0,4	- 0,2	0,1	0,1	- 0,4
Compte financier	- 3,3	- 15,2	47,2	12,2	11,4	10,8	8,7	- 8,1
Investissements directs	- 20,6	- 41,9	- 41,2	4,9	- 11,2	- 11,1	2,4	- 2,5
- Français à l'étranger	- 45,9	- 93,0	- 96,0	- 10,8	- 22,8	- 11,5	- 6,5	- 4,8
- Étrangers en France	25,3	51,1	54,8	15,7	11,6	0,5	8,9	2,3
Investissements de portefeuille	- 46,6	- 9,2	- 45,9	9,2	- 11,4	- 5,8	21,2	- 26,8
- Avoirs	- 179,9	- 191,3	- 195,7	- 53,1	- 39,8	9,1	- 4,2	- 44,8
- Engagements	133,3	182,1	149,8	62,3	28,4	- 14,9	25,4	18,0
Produits financiers dérivés	5,0	8,2	6,1	4,6	3,0	0,9	1,3	0,7
Autres investissements	62,4	20,7	127,4	- 10,8	31,4	28,1	- 17,6	20,9
dont IFM	38,8	- 2,3	124,1	- 11,4	28,0	6,5	- 6,9	28,4
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	0,8	4,3	- 0,5	- 1,4	1,4	- 0,4

(a) Données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital.

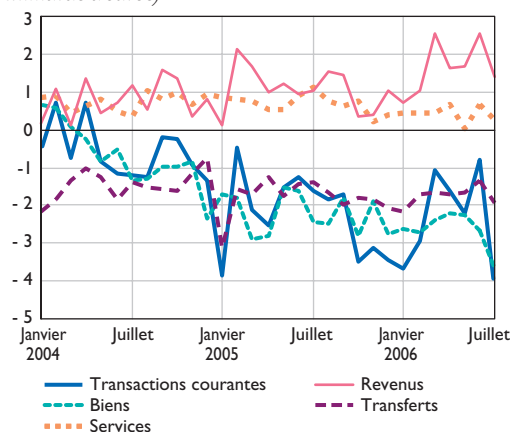
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Transactions courantes

Soldes (cvs) (a)

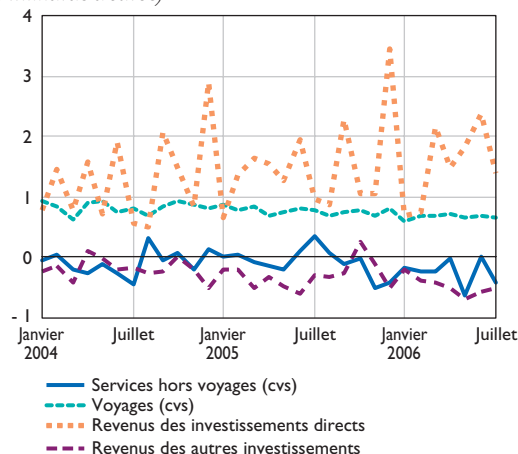
(en milliards d'euros)



Transactions courantes

Soldes

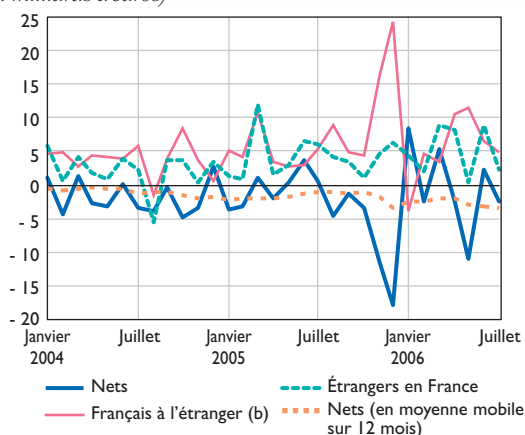
(en milliards d'euros)



Investissements directs

Soldes

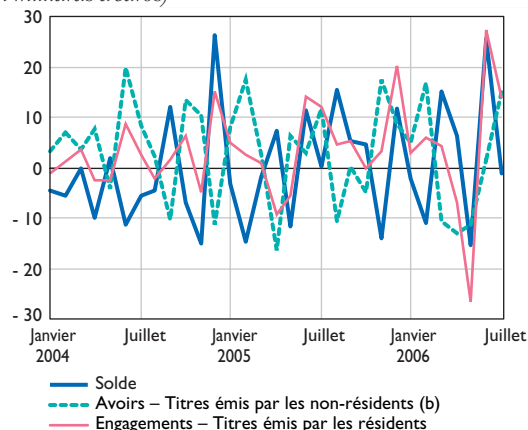
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille

Actions

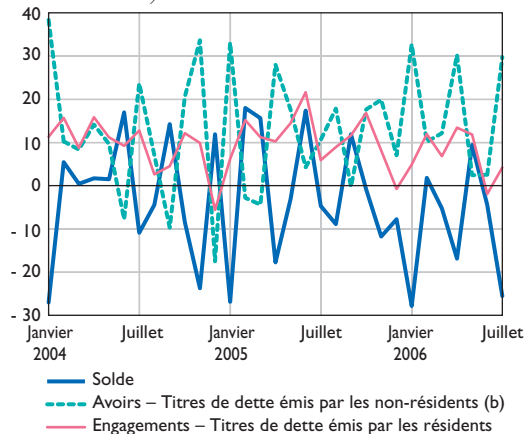
(en milliards d'euros)



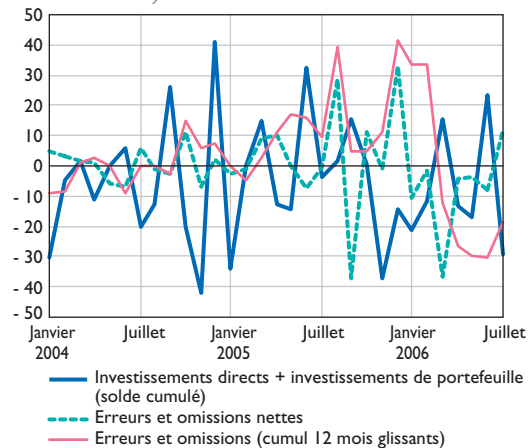
Investissements de portefeuille

Titres de dette

(en milliards d'euros)

Investissements directs et de portefeuille
(solde cumulé) et erreurs et omissions

(en milliards d'euros)



(a) En raison d'un changement concernant le mode de détermination des revenus d'investissements de portefeuille (passage à la méthodologie dite des « droits constatés »), les résultats de l'année 2006 ne sont plus comparables à ceux des années antérieures.

(b) Pour les avoirs, le signe de balance est inversé : un signe positif correspond à des achats nets.

2| La monnaie, les placements et les financements

2| I Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat M3 a baissé à 7,8 % en juillet, après 8,5 % en juin. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 8,4 %, après 8,7 %. Ce ralentissement a concerné principalement les dépôts à vue (6,7 %, après 9,0 %). En revanche, les autres dépôts à court terme (M2 – M1) et instruments négociables constitutifs de M3 – M2 ont accentué leur progression (respectivement 9,3 %, après 8,8 % et 5,0 %, après 4,8 %).

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est un peu renforcée en juillet (11,8 %, après 11,5 %), notamment pour les titres autres qu'actions (21,0 %, après 18,8 %) alors que celle des crédits est restée pratiquement inchangée (11,1 %, après 11,0 %).

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue des résidents a ralenti en juillet (6,6 %, après 9,7 %). Il en est allé de même pour les titres d'OPCVM monétaires (3,4 %, après 4,1 %), les dépôts à terme inférieurs à deux ans (19,2 %, au lieu de 25,5 %) et les titres de créances d'une durée inférieure à 2 ans (40,4 %, après 41,1 %). En revanche, le taux de progression annuel des comptes sur livret a légèrement augmenté à 4,0 % en juillet, après 3,8 %.

2| 2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a légèrement augmenté en juillet 2006 principalement sous l'effet de l'accélération de l'endettement des administrations publiques et, dans une moindre mesure, des sociétés non financières. Le taux d'accroissement annuel de l'endettement des ménages, pratiquement inchangé depuis mars 2006, s'est maintenu à 11,8 %.

Tendances monétaires et financières – Zone euro et France

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)

	Encours à fin Juillet 2006	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Juillet 2006
		Juin 2006	Juillet 2006	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	552,3	11,1	11,5	
+ Dépôts à vue	2 993,8	9,0	6,7	
= M1	3 546,1	9,3	7,4	
+ Autres dépôts monétaires	2 806,9	8,8	9,3	
= M2	6 353,1	9,1	8,2	
+ Instruments négociables	1 034,1	4,8	5,0	
= M3	7 387,2	8,5	7,8	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	8 837,3	11,0	11,1	
Concours au secteur privé (en données cvs)	10 249,4	11,5	11,8	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	450,3	9,7	6,6	15,0
Comptes sur livret	403,7	3,8	4,0	25,8
Dépôts à terme ≤ 2 ans	61,1	25,5	19,2	4,9
Titres d'OPCVM monétaires	321,2	4,1	3,4	109,2
Titres de créances < 2 ans	83,9	41,1	40,4	61,5
Crédits au secteur privé (c)	1 496,5	11,4	11,3	16,9

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français, y compris les crédits des FCC

Sources : BCE, Banque de France

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2005	Juin 2006	Juillet 2006
Endettement intérieur total	6,7	7,3	7,7
Sociétés non financières	6,0	9,1	9,4
Ménages	10,1	11,8	11,8
Administrations publiques	5,5	2,5	3,3

Le taux de croissance annuel des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers a légèrement baissé en juillet (10,9 %, après 11,2 %) tandis que celui des financements de marché a enregistré un sursaut (1,4 %, après 0,3 %) rompant avec sa baisse quasi continue depuis mars 2005. La croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents a continué de se renforcer.

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2005	Juin 2006	Juillet 2006
Endettement intérieur total	6,7	7,3	7,7
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	6,4	11,2	10,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents	13,0	18,5	19,0
Financements de marché	5,7	0,3	1,4

2 | 3 L'endettement sur les marchés

Le rebond du taux de progression annuel des financements de marché a résulté à la fois du renforcement des émissions nettes des administrations publiques (2,2 %, après 1,3 %) et de la réduction des remboursements nets des sociétés non financières (- 0,9 %, après - 3,0 %).

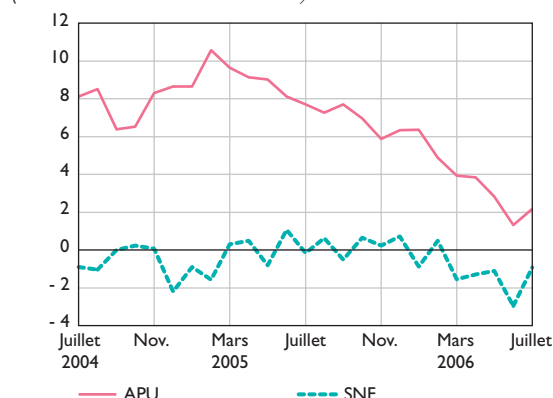
2 | 4 Les crédits des institutions financières monétaires ¹

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est légèrement renforcée en juillet (11,4 %, après 11,3 %).

¹ Y compris les crédits titrisés dans des fonds communs de créance

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés – France

(taux de croissance annuel en %)



Cette accélération des crédits des IFM n'a concerné que les crédits aux administrations publiques (12,5 %, après 11,2 %). En revanche, les crédits au secteur privé ont enregistré une légère décélération (11,3 %, après 11,4 %) du fait du ralentissement des crédits aux sociétés non financières (10,3 %, après 11,3 %).

La croissance annuelle des concours aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM –) s'est maintenue à 11,9 % en dépit du léger ralentissement des crédits de trésorerie (8,0 %, après 8,3 %) ; les crédits à l'habitat continuent de progresser à un rythme soutenu (15,2 %, rythme inchangé depuis mai).

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2005	Juin 2006	Juillet 2006
Crédits des IFM	7,3	11,3	11,4
aux APU	- 8,6	11,2	12,5
au secteur privé	9,1	11,4	11,3
dont :			
Crédits des EC aux ménages (a)	10,4	11,9	11,9
dont : Trésorerie	5,2	8,3	8,0
Habitat	13,1	15,2	15,2
Crédits des EC aux SNF	6,2	11,3	10,3
dont : Trésorerie	7,7	14,7	12,3
Investissement	5,7	9,9	9,9
Crédits des EC			
au secteur financier	20,7	9,4	15,3
dont : Clientèle financière	26,3	- 0,4	4,3
Assurances	5,9	38,3	48,7

(a) Les crédits des établissements de crédit aux ménages n'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM).

La progression des crédits au secteur financier s'est, pour sa part, fortement accélérée (15,3 %, après 9,4 %).

3,68 %) et les découverts (4,39 %, après 4,20 %). Elle est moins sensible pour les crédits de PFIT supérieure à un an (3,99 %, après 3,94 %).

2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

Le taux moyen des crédits aux ménages augmente en juillet (4,90 %, après 4,87 %) de même que celui des crédits aux sociétés non financières (4,06 %, après 3,96 %). Cette hausse affecte toutes les catégories de crédit.

- Du côté des ménages, le renchérissement des conditions débitrices est plus prononcé pour les découverts (10,19 %, après 10,02 %) que pour les crédits à la consommation (6,07 %, après 5,98 %), les crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an (3,70 %, après 3,65 %) et ceux de PFIT supérieure à un an (3,80 %, après 3,74 %).

- S'agissant des crédits aux sociétés non financières, la hausse des taux touche particulièrement les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,85 %, après

2|6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2004	Décembre 2005	Juin 2006	Juillet 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	7,6	7,8
OPCVM obligations	0,1	4,1	0,6	0,3
OPCVM actions	2,7	5,7	8,4	8,7
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	24,8	26,8

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont sensiblement renforcés. Ceux des OPCVM « obligations », « actions » et « monétaires » sont, en revanche, restés relativement stables.

ENCADRÉ 3

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en août 2006

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Année 2005	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin août 2006
		Août 2005 à juillet 2006	Sept. 2005 à août 2006	Août 2006	Août 2005 à juillet 2006	Sept. 2005 à août 2006	Août 2006	
Sociétés non financières	- 14,0	- 16,4	- 16,0	0,0	3,5	3,3	0,0	82,6
État	39,9	24,7	24,8	0,0	65,1	65,1	0,0	610,0
Autres administrations publiques	3,5	- 7,1	- 7,1	0,0	0,3	0,3	0,0	44,3
Institutions financières monétaires	- 6,4	- 5,8	- 5,6	0,1	12,1	12,4	0,3	143,9
Institutions financières non monétaires	- 0,9	- 1,0	- 1,0	0,0	0,4	0,4	0,0	21,7
Total	22,0	- 5,6	- 4,9	0,1	81,4	81,5	0,3	902,5

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois d'août 2006, ont totalisé 300 millions d'euros, contre 7,6 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois, les émissions nettes sont de 100 millions d'euros après des remboursements nets de 4,6 milliards en juillet 2006.

Le cumul des émissions d'OAT lancées par l'Agence France Trésor depuis le début de l'année, sans changement par rapport au mois précédent, s'élevait au 31 août à 45,7 milliards d'euros, contre 56,9 milliards un an auparavant (- 20 %). Sur la même période, les amortissements d'OAT ont totalisé 23,8 milliards d'euros, contre 19,8 milliards pour les huit premiers mois de l'année 2005 (+ 20 %).

Pour importantes qu'elles soient, les émissions nettes de l'État sur le marché obligataire (OAT) observent un ralentissement par rapport à l'année précédente.

3| Les marchés de capitaux

Les évolutions des marchés de capitaux sont restées pour une grande part sous l'influence des anticipations de politique monétaire. Si les participants de marché ont été confortés dans leurs attentes de fin de cycle de resserrement monétaire aux États-Unis et d'un *statu quo* temporaire au Japon, des anticipations supplémentaires de hausses du taux directeur sont en revanche apparues dans la zone euro. Partout, les courbes des rendements obligataires se sont aplaties, sous l'effet d'une baisse marquée des rendements de long terme. Sur les marchés de change, le yen a plus particulièrement souffert du fait des différentiels de taux d'intérêt, actuels et anticipés, qui lui sont défavorables. Les tensions géopolitiques s'estompant, le prix du pétrole a reculé. Dans ce contexte, les marchés boursiers ont affiché une bonne performance sur le mois.

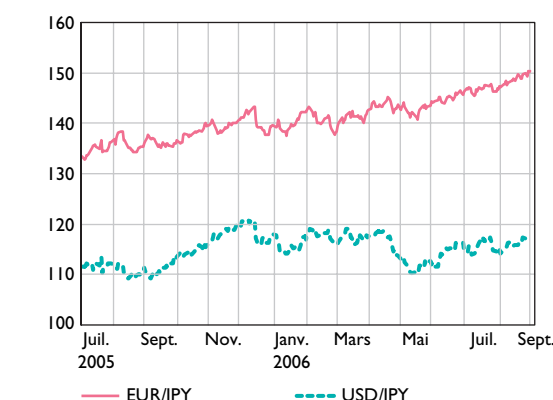
3| I Les marchés de change et de matières premières

En dépit de l'anticipation de fin de cycle de resserrement monétaire et de la publication d'indicateurs avancés d'activité confirmant le ralentissement de l'économie américaine, le dollar est resté stable contre euro et s'est apprécié contre yen.

Au cours du mois d'août, le dollar a évolué contre euro dans une fourchette comprise entre 1,2732 et 1,2906 pour s'établir au 31 août à 1,2795, soit à un niveau pratiquement inchangé par rapport à celui du 31 juillet. La volatilité implicite à 1 mois a continué d'évoluer sur des niveaux historiquement bas, à 7,7 % en moyenne et les *risk reversals* indiquaient toujours fin août une préférence des investisseurs pour les stratégies favorisant une hausse de l'euro contre dollar.

Le dollar a enregistré une appréciation de 2,3 % contre yen, l'USD/JPY atteignant 117,34 en fin de période. La dépréciation du yen a été davantage marquée encore contre euro, l'EUR/JPY (+ 2,7 %) atteignant son plus haut niveau historique à 150,35 fin août. La faiblesse du yen a été alimentée tant

Graphique I Cours de change EUR/JPY et USD/JPY

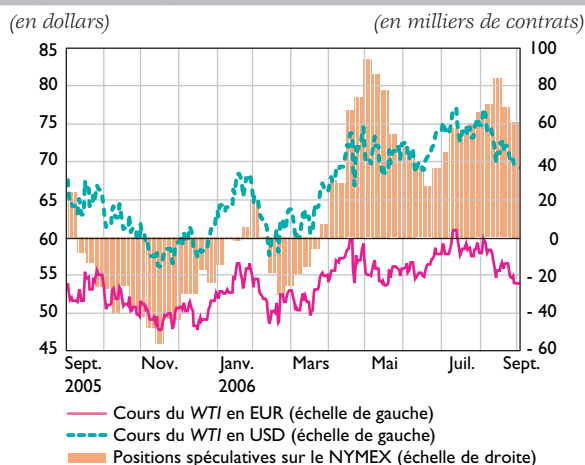
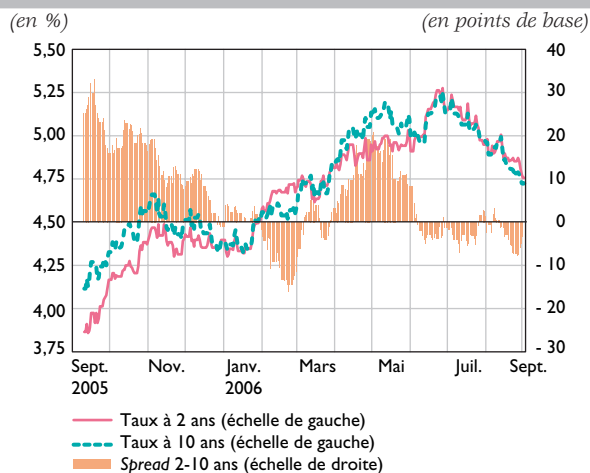


par l'atténuation des anticipations de hausse de taux que par la publication de données économiques japonaises décevantes et la possible reprise des opérations de *carry trades*.

La livre sterling s'est appréciée contre les principales devises en liaison avec la hausse de taux directeur décidée par la Banque d'Angleterre le 3 août ainsi que la publication d'indicateurs avancés signalant un niveau d'activité élevé au Royaume-Uni. Cette appréciation a été de plus de 2 %, contre dollar ; l'euro s'est déprécié contre sterling de 1,6 % (EUR/GBP se situant à 0,6725 en fin de période).

Le cours de l'or s'est inscrit en léger retrait (- 1,68 %) sur des niveaux qui sont néanmoins historiquement élevés (en moyenne à 630 dollars l'once sur le mois). Cette évolution s'explique essentiellement par l'apaisement des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

De la même façon, les cours du pétrole brut ont décliné en août passant de 75,68 à 70,26 dollars le baril. La résorption de problèmes d'approvisionnement en Alaska, l'amélioration de la situation géopolitique et la bonne tenue des niveaux de stocks américains ont favorisé cette baisse. La diminution des positions spéculatives pariant sur une appréciation supplémentaire du pétrole a pu également contribuer au mouvement.

Graphique 2 Cours du pétrole et positions spéculatives**Graphique 4 Taux des emprunts américains à 2 et 10 ans**

3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Renforcement des anticipations de fin de cycle de resserrement monétaire aux États-Unis accompagné d'une baisse des rendements obligataires

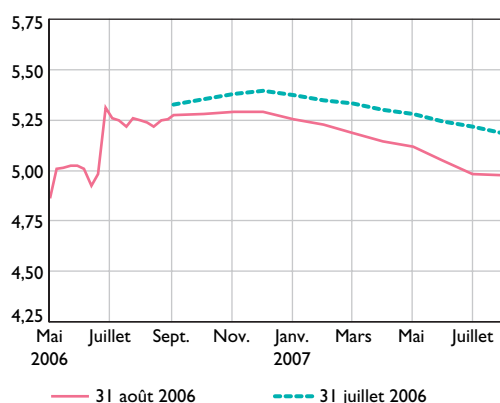
Dans le sillage de la publication d'indicateurs d'activité décevants, d'une pression inflationniste en baisse et de la décision du *Federal Open Market Committee* de laisser inchangé le taux *Fed Fund* au cours de la réunion du 8 août, les taux monétaires américains se sont détendus (de 15 points de base à 5,21 % pour le contrat eurodollar 3 mois de maturité mars 2007). Les participants de marché semblaient, fin août,

accorder une probabilité de 50 % à l'hypothèse d'une baisse de taux de 25 points de base d'ici l'été 2007, au vu des taux implicites des contrats eurodollar 3 mois de maturité juin 2007 (à 5,05 % fin août).

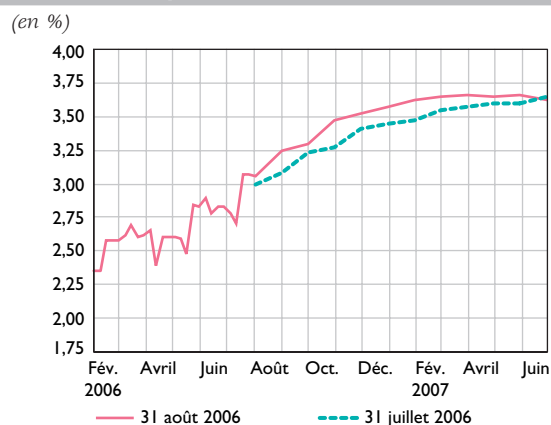
Dans le sillage des taux monétaires, les rendements obligataires se sont détendus. La baisse plus marquée du rendement à 10 ans (- 25 points de base à 4,72 %) par rapport à celle enregistrée sur la maturité 2 ans (- 18 points de base à 4,77 %) a conduit à une légère inversion de la courbe des taux.

Hausse des anticipations des taux directeurs et forte baisse des taux à long terme en zone euro

Conformément aux anticipations, la Banque centrale européenne a augmenté son taux directeur de 25 points de base à 3,00 % lors du Conseil des gouverneurs du 3 août. Les anticipations des participants de marché quant à des resserrements supplémentaires de la politique monétaire ont été confortées tant par la bonne orientation des indicateurs économiques publiés que par la vigilance exprimée par les membres du Conseil des gouverneurs quant aux pressions inflationnistes. Fin août, le taux minimum de soumission aux opérations principales de refinancement anticipé à fin décembre 2006 (tel que reflété par la courbe des taux de *swap* Eonia) était de 3,50 % (contre 3,25 % en début de période). Toutefois la courbe des rendements implicites des contrats Euribor 3 mois s'est aplatie, les taux implicites des contrats Euribor

Graphique 3 Taux Fed funds passés et anticipés tirés des swaps OIS

Graphique 5 Taux Eonia passés et anticipés tirés des swaps OIS



d'échéances éloignées restant inchangés alors que le taux implicite du contrat décembre 2006 a progressé de 8 points de base à 3,63 %.

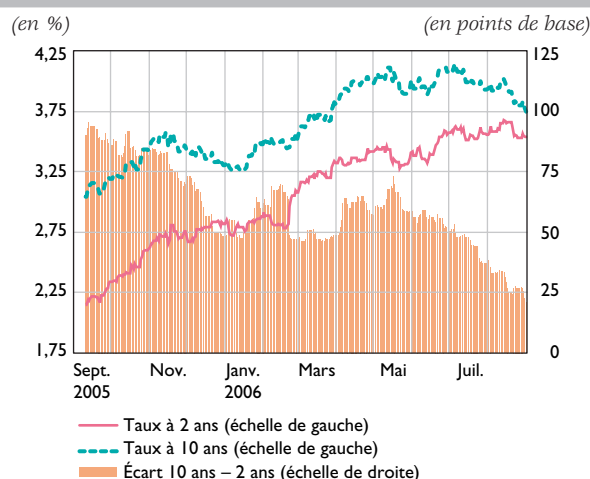
À l'instar des rendements américains, les rendements obligataires de la zone euro se sont inscrits en baisse sur les maturités les plus longues. Alors que les taux à 2 ans sont restés inchangés (à 3,55 % pour le taux français), le rendement à 10 ans a baissé de 18 points de base à 3,75 %, conduisant à un aplatissement marqué de la courbe. Cette baisse des rendements nominaux de long terme est principalement imputable à leur composante réelle, le point-mort d'inflation sur la maturité 2015 ayant baissé de 2 points de base à 2,13 %.

Ajournement de nouvelles hausses de taux après l'abandon de la politique monétaire à taux zéro au Japon et baisse des taux à long terme

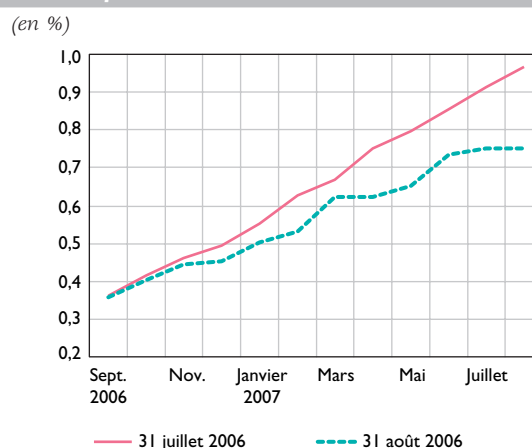
Après la sortie de la politique de taux zéro le 14 juillet dernier, les autorités japonaises ont précisé que les hausses des taux directeurs seraient progressives, les taux devant rester sur des niveaux bas au cours des prochains mois. En conséquence, les participants de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations, aucune nouvelle hausse n'étant désormais attendue avant la fin de l'année. La publication de chiffres de croissance décevants pour le deuxième trimestre 2006 ainsi que les dernières données d'inflation plus modestes qu'attendu, ont conforté les anticipations. Dans le sillage de la baisse des taux monétaires et en sympathie avec les rendements obligataires américains, les rendements obligataires japonais se sont fortement détendus dans un léger mouvement d'aplatissement (taux 2 ans – 22 points de base à 0,61 % et taux 10 ans – 29 points de base à 1,64 %).

La baisse des rendements obligataires souverains de long terme a également bénéficié aux conditions de financement des émetteurs émergents ou privés. Les écarts de rendements vis-à-vis des obligations souveraines américaines et de la zone euro se sont en effet stabilisés sur des niveaux historiquement bas, le *spread* sur l'indice EMBI se situant à 194 points de base fin août.

Graphique 6 Taux des emprunts français à 2 et 10 ans



Graphique 7 Taux yen anticipés tirés des swaps OIS



3|3 Les marchés boursiers

L'ensemble des marchés boursiers s'est inscrit en hausse sur le mois d'août, consolidant la légère progression enregistrée depuis le début de l'année. Les marchés ont réagi positivement à la baisse des cours du pétrole et à la fin des hostilités au Moyen-Orient. La volatilité des marchés actions s'est affichée en outre en net retrait sur le mois, passant pour l'indice Standard & Poor's 500 de 15,05 % à 11,96 %.

Dans la zone euro, si l'ensemble des secteurs se sont inscrits en hausse, les valeurs du secteur financier et des assurances ont particulièrement profité de cette progression et ont enregistré une appréciation de, respectivement, 9,44 % et 7,99 %. À noter que l'indice britannique, sous l'effet de la forte sous-performance du secteur pétrolier, est resté globalement inchangé au cours du mois.

Aux États-unis, la baisse des valeurs du secteur énergétique — en retrait d'environ 10 % sur la période — a été compensée par la forte progression des valeurs technologiques et du secteur de la construction.

La croissance de l'indice japonais, permettant au Nikkei de revenir sur un niveau proche du début d'année, s'est appuyée sur l'ensemble des secteurs d'activité à l'exception des secteurs miniers et pétroliers.

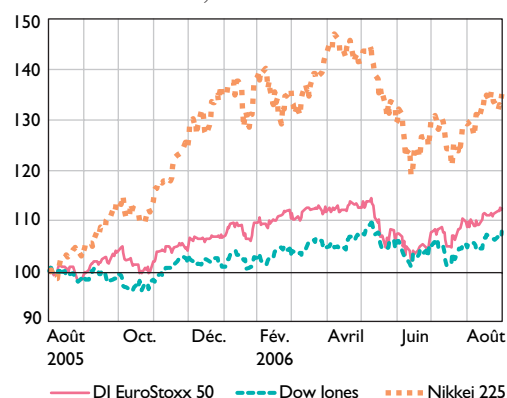
Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 31 août 2006	Variation/ 31 juillet 2006	Variation/ 2 janvier 2006
CAC 40	5 165,04	3,11	8,63
DAX	5 859,57	3,13	7,52
DJ EuroStoxx 50	3 522,89	2,14	4,85
FTSE	5 906,10	- 0,37	3,95
Nasdaq	2 183,75	4,41	- 2,67
Dow Jones	11 381,20	1,75	4,92
Nikkei	16 140,76	4,42	- 1,35

Graphique 8 Performance des bourses en zone euro, aux États-Unis et au Japon

(base 100 au 1^{er} août 2005)



ENCADRÉ 4

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris

Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

(volume en milliards d'euros, part en %)

	Août 2006		Moyenne année 2006	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	404,66	71,9	393,74	69,8
Pensions à taux fixe	191,77	34,1	171,40	30,4
Pensions à taux variable	212,89	37,8	222,34	39,4
BTAN	118,14	21,0	117,03	20,7
Pensions à taux fixe	35,78	6,4	40,22	7,1
Pensions à taux variable	82,36	14,6	76,80	13,6
BTF	40,35	7,2	53,52	9,5
Pensions à taux fixe	9,47	1,7	15,12	2,7
Pensions à taux variable	30,88	5,5	38,39	6,8
Total	563,15	100,0	564,29	100,0
Pensions à taux fixe	237,02	42,1	226,75	40,2
Pensions à taux variable	326,13	57,9	337,54	59,8

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 août 2006	30 juillet	Variation
1 mois	2,93	2,87	6
3 mois	3,07	2,95	12
6 mois	3,25	3,11	14
12 mois	3,52	3,52	-
2 ans	3,53	3,55	- 2
5 ans	3,60	3,72	- 12

La Banque de France et la gestion des billets 19

Julien LASALLE

Pierre-Marie ROMAIN

Direction de l'Émission et de la Circulation fiduciaire

Service des Études et de la Prospective

Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM 23

Lionel POTIER

Arthur SAINT-GUILHEM

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne logement 43

Elisabeth FONTENY

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service des Analyses et Statistiques monétaires

Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne 53

Émilie CRÉTÉ

Direction de la Coordination pour la Stabilité financière

Service des Relations avec la Place

Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain 61

Erwan GAUTIER

Direction de la Recherche — GRECSTA

Service de Recherche en Économie et Finance

Les ajustements des prix de production en France et dans la zone euro **Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives** 73

Erwan GAUTIER

Direction de la Recherche — GRECSTA

Service de Recherche en Économie et en Finance

Patrick SEVESTRE

Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Direction de la Recherche

Service de Recherche en Économie et en Finance

La Banque de France et la gestion des billets

Julien LASALLE, Pierre-Marie ROMAIN

Direction de l'Émission et de la Circulation fiduciaire

Service des Études et de la Prospective

Au cours des vingt-cinq dernières années, outre le passage à l'euro, d'autres changements, comme notamment le choix stratégique des banques de se désengager du traitement des espèces, ont profondément marqué les conditions d'exercice de la gestion de la monnaie fiduciaire en France. Ce désengagement des établissements de crédit des circuits fiduciaires au profit des sociétés de transport de fonds, ainsi que la croissance du parc de distributeurs automatiques de billets, l'essor de la grande distribution ou le fort développement des moyens de paiement scripturaux, ont conduit à une modification des circuits fiduciaires au profit de la Banque de France qui a, au cours de cette période, conforté son rôle dans la filière fiduciaire. L'entrée en vigueur, le 1^{er} janvier 2006, du décret sur le recyclage des espèces confirme la place centrale de l'Institut d'émission par l'émergence d'une fonction nouvelle : le contrôle de la filière fiduciaire.

Le but de cette étude est de dresser le bilan des vingt-cinq dernières années en termes d'organisation de la filière fiduciaire française, en se focalisant successivement sur les évolutions des flux enregistrés aux guichets de la banque centrale, puis sur les facteurs explicatifs de ces évolutions.

Mots-clés : monnaie fiduciaire, billets, cycle fiduciaire, banque centrale, transport de fonds

Code JEL : E58

I | Les évolutions des flux fiduciaires aux guichets de la Banque de France

De 1980 à 2005, alors que le volume de billets en circulation progressait modérément (1,7 % en moyenne annuelle, soit 52 % sur l'ensemble de la période), le volume des versements aux guichets de la banque centrale s'est accru fortement, avec une multiplication par 2,6 (soit 3,9 % en moyenne annuelle) (cf. graphique 1).

Ainsi, l'étude du ratio versements/circulation montre un raccourcissement très net du délai de retour moyen des coupures : les billets en circulation revenaient à la Banque de France en moyenne tous les 3,5 mois (3,4 fois par an) en 2004, contre tous les 6,3 mois (1,9 fois par an) au début des années quatre-vingt.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette accélération du retour des billets à l'Institut d'émission :

- l'élément déterminant a sans nul doute été la modification de la stratégie du secteur bancaire qui s'est traduite par la cessation progressive du traitement des billets dans les agences et les caisses centrales des banques ;
- ce changement de stratégie a été soutenu par des innovations technologiques qui ont notamment conduit au développement, à l'échelle nationale, du parc de distributeurs automatiques de billets (DAB)

dont l'approvisionnement a été largement confié par les banques aux sociétés de transport de fonds ;

- dans le même temps, la croissance du secteur de la grande distribution est à l'origine d'une concentration des espèces dont la gestion a également été prise en charge par les sociétés de transport de fonds du fait du désengagement des banques ;

- enfin, les sociétés de transport de fonds se sont imposées à la suite de cette réorganisation de la filière fiduciaire comme les principaux intervenants de la gestion de cette filière en dehors de la Banque de France.

2 | Les éléments explicatifs de l'évolution des flux fiduciaires

La modification de la stratégie du secteur bancaire concernant le fiduciaire

Depuis le début des années quatre-vingt, l'organisation de la filière fiduciaire a été profondément modifiée.

- Auparavant, les caisses centrales des banques utilisaient les billets collectés par les agences excédentaires pour alimenter les agences déficitaires. Les billets faisaient donc l'objet d'un recyclage hors Banque de France.

- Progressivement, les établissements ont abandonné le traitement des espèces dans leurs caisses centrales et leurs agences, pour des raisons tant de sécurité (attaques contre les agences en forte augmentation) que de rentabilité (priorité accordée à des activités commerciales à plus haute valeur ajoutée).

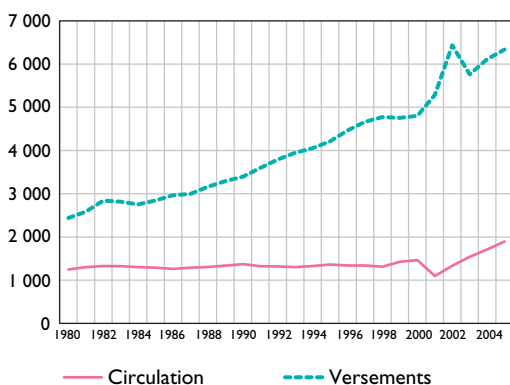
Cette nouvelle orientation, marquée par le retrait des banques, a été en grande partie à l'origine de la progression des versements à la Banque de France, dans la mesure où les sociétés de transport de fonds, contrairement aux banques, ne procèdent que très rarement au recyclage des espèces.

L'impact du développement du parc de DAB

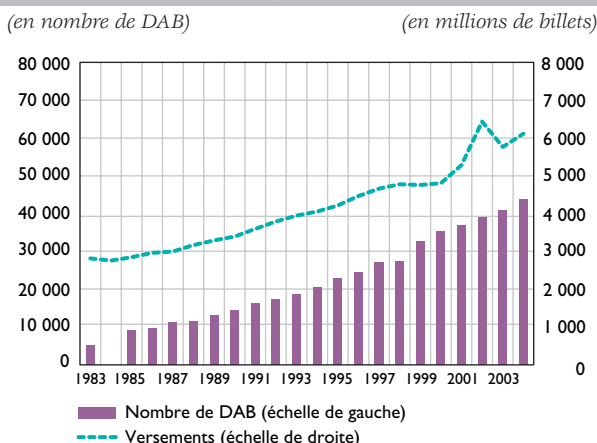
Le développement rapide du parc de DAB a profondément modifié le comportement du grand

Graphique 1 Évolution comparée de la circulation fiduciaire et des versements depuis 1980

(en millions de billets)



Graphique 2 Évolution comparée du parc de DAB et des versements depuis 1983



public vis-à-vis de la monnaie fiduciaire : les billets étant devenus accessibles partout et à tout moment, le public a pu conserver moins d'espèces et réduire significativement la durée entre le retrait des billets et leur utilisation dans les paiements.

Par ailleurs, la fonction d'approvisionnement des DAB a été entièrement confiée aux sociétés de transport de fonds, et celles-ci ont préféré les alimenter à partir de billets prélevés directement aux guichets de la Banque de France. Cette pratique a été consolidée le 27 juillet 1999 par la signature de conventions entre la Banque de France d'une part, l'AFECEI, La Poste et les transporteurs de fonds d'autre part. Ces conventions comportaient, outre un assouplissement des règles de la Banque de France relatives aux modifications des circuits de numéraire, l'engagement des établissements de crédit signataires d'alimenter leurs DAB exclusivement avec des billets délivrés par l'Institut d'émission. Les conventions ont été dénoncées le 7 mai 2002, mais la pratique d'alimentation des DAB à partir des billets issus des guichets Banque de France est restée la norme du secteur.

Le raccourcissement du cycle fiduciaire et l'approvisionnement systématique auprès de la Banque de France, tous deux liés au développement

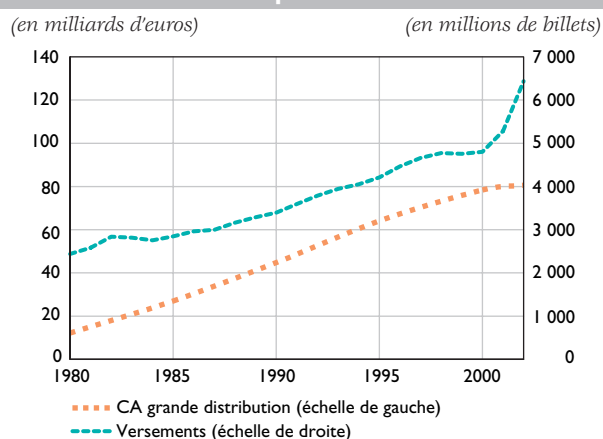
du parc de DAB, ont donc eu pour effet d'augmenter les flux aux guichets de la Banque de France.

L'impact du développement de la grande distribution

Sur la même période, la grande distribution a connu un développement continu marqué par une très forte augmentation du nombre de magasins (de 433 en 1980, soit une surface de 2 455 567 m², à 1 259 en 2002, soit 7 255 227 m²). Cette concentration dans le commerce de détail, généralement fortement utilisateur d'espèces, a sans aucun doute facilité la mise en œuvre d'une gestion active de la trésorerie, avec notamment une rotation accélérée des encaisses. En outre, les fonds de la grande distribution sont collectés par les transporteurs de fonds qui les traitent dans leurs centres forts et les versent directement à la Banque de France, sans transiter par les agences bancaires.

La forte progression du chiffre d'affaires de la grande distribution, et donc du volume des encaisses traitées, dans un contexte de désengagement des banques dans le traitement des espèces au profit des transporteurs de fonds, a ainsi largement contribué à l'augmentation des flux à nos guichets (cf. graphique 3).

Graphique 3 Évolution comparée du chiffre d'affaires de la grande distribution et des versements depuis 1980



Le développement des sociétés de transport de fonds

Depuis 1979, année du décret portant sur l'obligation de recourir à une société de transport de fonds pour le transport de valeurs à partir de 200 000 francs, les sociétés de transport de fonds sont devenues des intervenants essentiels pour assurer la fluidité de la filière fiduciaire :

- elles ont profité du retrait des banques de la gestion de la filière fiduciaire, notamment en ce qui concerne la gestion des caisses centrales ou l'alimentation des DAB.

- Elles sont également devenues le partenaire privilégié de la grande distribution pour la gestion du fiduciaire, lui permettant d'optimiser la gestion des encaisses et de bénéficier de conditions de sécurité accrues : les transporteurs de fonds peuvent effectuer des dégagements d'encaisses de fin de journée vers leurs centres forts.

Jusqu'à présent, les sociétés de transport de fonds ont très peu assuré le recyclage des valeurs, contrairement à ce que faisaient auparavant les banques. En retournant systématiquement les encaisses de leurs clients à la Banque de France, elles ont nettement contribué à la forte progression des mouvements fiduciaires aux guichets de l'Institut d'émission.

Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM

Lionel POTIER, Arthur SAINT-GUILHEM

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

Le déficit de la balance des transactions courantes américaine est une source d'inquiétudes pour l'économie mondiale. Les risques de non-soutenabilité de la dette extérieure américaine font craindre un ajustement brutal par les taux de change, avec des conséquences néfastes sur les marchés financiers et l'économie réelle des partenaires commerciaux, notamment la zone euro.

La présente étude revient d'abord sur les principaux développements ayant conduit à la dégradation des comptes extérieurs des États-Unis. Elle rappelle que les dynamiques parallèles de baisse de l'épargne des ménages et de hausse du déficit des administrations publiques ont poussé les importations à la hausse, tandis que la concurrence accrue sur les marchés internationaux de biens et services a conduit à une progression ralentie des exportations américaines.

En outre, il semble que le mouvement de dépréciation effective du dollar entamé en 2002 a été insuffisant pour réduire le déficit des transactions courantes, compte tenu des autres facteurs d'aggravation que constitue la baisse de l'épargne publique et privée. Un ajustement de change n'aurait qu'un effet transitoire sur l'équilibre macroéconomique et le solde courant des États-Unis. Les simulations réalisées à partir du modèle multinational NiGEM suggèrent de plus qu'un tel ajustement devrait être d'une grande ampleur pour que ses effets, transitoires, soient significatifs sur le déficit commercial des États-Unis, alors que les coûts en termes d'activité seraient importants pour les pays partenaires.

En revanche, une réorientation du policy-mix américain est considérée comme une voie plus pertinente, en particulier parce qu'elle permettrait un ajustement durable. Une réduction du déficit public, couplée à une normalisation des taux d'intérêt et une correction des prix de l'immobilier permettraient d'augmenter l'épargne nationale et de limiter la demande d'importations de l'économie américaine, au prix d'un ralentissement temporaire de l'activité aux États-Unis et dans le reste du monde.

Mots clés : déficit courant américain, ajustement par le change,
ajustement par une réduction de la demande intérieure américaine

Codes JEL : F17, F32, F41, F47

NB : Une version préliminaire de cet article a été présentée lors d'un séminaire organisé à la Banque de France le 11 juillet 2006.

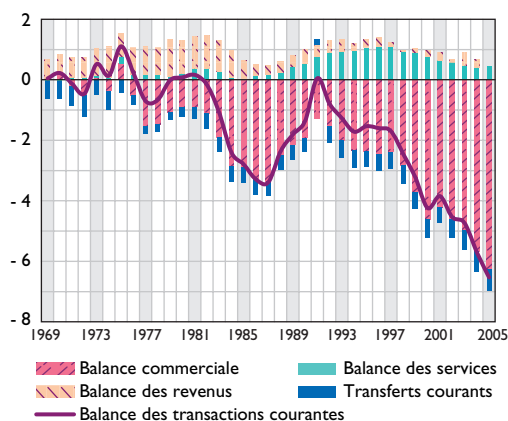
Les auteurs tiennent à remercier A. Brender, E. Kharroubi, ainsi que l'ensemble des participants pour les remarques précieuses qu'ils ont apportées à cette occasion. Ils remercient également L. Frey pour l'aide apportée dans la confection de l'encadré 1, ainsi que G. Moëc et G. Cette.

I | La hausse du déficit courant américain et ses causes

La balance des transactions courantes américaines s'est rapidement dégradée à partir du début des années quatre-vingt-dix, revenant d'une situation d'équilibre en 1991 à un déficit de 6,5 points de PIB en 2005. Pour l'essentiel, cette détérioration est la conséquence d'un creusement du déficit commercial américain, les balances des services et des revenus étant toutes deux excédentaires sur la période.

Graphique 1 Décomposition de la balance des transactions courantes américaine

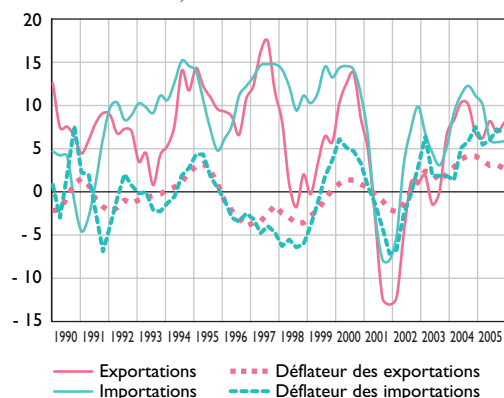
(données annuelles, en points de PIB)



Source : Bureau of Economic Analysis – BEA (National Income and Product Accounts – NIPA)

Graphique 2 Volumes et prix des importations et des exportations de biens

(glissement annuel en %)



Source : BEA (NIPA)

Outre l'effet de l'augmentation des prix du pétrole, responsable, depuis 2002, d'une hausse plus forte du prix des biens importés que du prix des biens exportés, on observe surtout une progression plus rapide des volumes d'importations de biens par rapport aux volumes d'exportations (8,9 % par an en moyenne entre 1991 et 2005 pour les importations, contre 5,6 % pour les exportations).

I | Des importations soutenues par une demande intérieure dynamique

La hausse des importations s'explique d'abord par l'ouverture croissante de l'économie américaine aux produits étrangers, mais surtout par la robustesse de la demande intérieure américaine.

L'ouverture croissante de l'économie américaine

Comme les autres économies développées, l'économie américaine est marquée par une ouverture croissante aux produits étrangers, conséquence de la libéralisation des échanges sur les marchés de biens et services. La proportion de biens et services consommés par les ménages américains provenant de l'étranger marque ainsi une nette tendance à la hausse sur les vingt dernières années, passant de 8,0 % en 1987 à 12,8 % en 2004 (dernières données disponibles).

Mais l'ouverture de l'économie américaine s'explique aussi par la croissance de l'investissement des entreprises, dont le contenu en importations est traditionnellement plus élevé que celui des autres postes de demande (19,5 % en 2004, contre 12,8 % pour la consommation des ménages). En effet le cycle de

Tableau 1 Contenus en importations de biens et services des postes de la demande finale

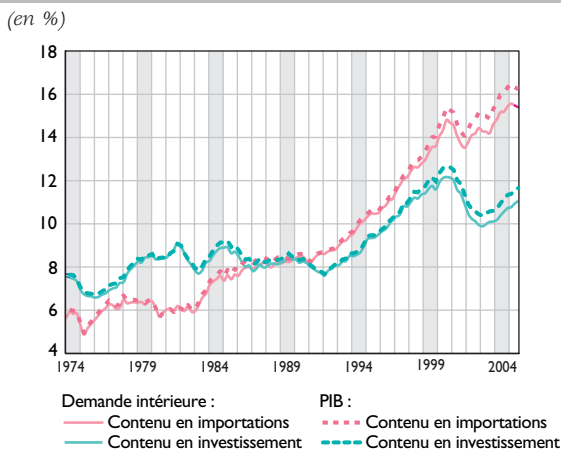
(en %)

	1987	1997	2000	2004
Consommation des ménages	8,0	9,8	11,7	12,8
Investissement privé (ménages + entreprises)	13,1	18,1	19,2	19,5
Dépenses des administrations publiques	14,2	7,7	9,5	11,1
Exportations	7,9	10,0	12,3	12,7

Note : En 2000, l'investissement privé contient 19,2 % de biens et services importés (contenu direct + indirect des consommations intermédiaires).

Source : BEA (Input/Output tables)

Graphique 3 Contenus en importations et en investissement des entreprises de la demande intérieure et du PIB



croissance des années quatre-vingt-dix aux États-Unis est marqué par son fort contenu en investissement. Stable autour de 8 % entre 1975 et 1990, la part de l'investissement dans la demande intérieure a fortement augmenté après cette période, se fixant à 10,9 % pour l'année 2005, un niveau toutefois inférieur au pic enregistré en 2000 (12,1 %).

Au total, la modification des schémas de consommation des ménages et la forte progression des investissements ont conduit à une hausse du contenu global en importations de la demande intérieure américaine, de 8,4 % en 1990 à 15,5 % en 2005.

La baisse du taux d'épargne des ménages

Parallèlement, le taux d'épargne des ménages a marqué une nette tendance à la baisse à partir des années quatre-vingt. Selon les données de comptabilité nationale américaine, il est passé au-dessous de zéro en 2005, les ménages ayant consommé 100,5 % de leur revenu disponible net. Le taux d'épargne brut mesuré selon les normes comptables européennes (cf. encadré 1) demeure faiblement positif en 2005 (2,7 % du revenu disponible brut, contre 15,2 % en France). Ce dynamisme de la consommation, de plus en plus intensive en importations, a fortement contribué à nourrir la dégradation de la balance courante américaine.

Ce trait saillant de l'économie américaine sur la période récente s'explique d'abord par une progression des crédits à la consommation, dont l'encours représentait 23,5 % du revenu disponible des ménages en 2005, contre 16,9 % en 1994. Il s'explique également par une meilleure valorisation du patrimoine des ménages, notamment immobilier, qui a poussé la consommation à la hausse *via* des effets de richesse. Les prix de l'immobilier marquent en effet une nette tendance à l'accélération à partir de la fin des années quatre-vingt-dix et ont progressé de plus de 10 % en rythme annuel à partir de 2004. Grâce au développement des instruments de crédit hypothécaire, cette accélération a permis aux ménages américains de s'endetter davantage auprès des institutions financières pour financer leurs dépenses de consommation.

ENCADRÉ I

La mesure du taux d'épargne des ménages américains Différences méthodologiques avec le taux d'épargne en comptabilité nationale française

Des différences méthodologiques apparaissent dans le calcul en comptabilité nationale du taux d'épargne des ménages en France et aux États-Unis.

- En France, le taux d'épargne mesure le ratio entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut. Aux États-Unis, le Système de comptabilité nationale utilise le revenu disponible net, après retraitement de la dépréciation du capital fixe. Cette définition semble pertinente si l'on considère que la dépréciation du capital fixe constitue effectivement un coût afférent à la détention de logement. L'impact minorant de l'utilisation du concept d'épargne nette aux États-Unis représenterait environ 2,2 points en moyenne sur la période 1992-2005.

...

• Aux États-Unis, le périmètre utilisé pour mesurer l'épargne des ménages inclut les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM). Leur poids dans l'épargne nette des ménages américains est toutefois assez faible. Par ailleurs, elles présentent un taux d'épargne supérieur à celui des seuls ménages au sens strict (hors ISBLM), avec un taux moyen de 3,8 % entre 1992 et 2004, contre 3,3 % pour les seuls ménages. L'impact majorant de l'inclusion des ISBLM aux États-Unis représenterait, environ, 0,3 point en moyenne sur la période 1992-2005.

• Les intérêts payés (hors intérêts hypothécaires) et les transferts vers le reste du monde sont enregistrés dans la comptabilité nationale américaine comme des dépenses de consommation, alors qu'ils sont déduits du revenu disponible en comptabilité nationale française. Leur retraitement conduirait à rehausser de manière très marginale le taux d'épargne américain. L'impact minorant de la définition américaine du revenu disponible représenterait environ 0,1 point en moyenne sur la période 1992-2005.

Au total, le taux d'épargne des ménages américains rendu comparable au taux français est, en 2005, supérieur d'environ 3 points à celui publié par le BEA. Toutefois, en dynamique, l'écart entre les taux d'épargne des ménages français et américains se creuse depuis 1993, qu'on utilise le taux d'épargne en convention américaine ou le taux retraité selon les modalités discutées ci-dessous.

Taux d'épargne des ménages américains

(en %)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne 1992-2005
Taux d'épargne net des ménages calculé par le BEA	7,7	5,8	4,8	4,6	4,0	3,6	4,3	2,4	2,3	1,8	2,4	2,1	1,8	- 0,4	3,4
Retraitement des ISBLM	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,2	- 0,3	- 0,6	- 0,5	- 0,7	- 0,7	- 0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,2	—	- 0,3
Retraitement de la consommation de capital fixe	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,4	2,5	3,1	2,2
Retraitement de la définition du revenu disponible	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Taux d'épargne brut des ménages américains méthodologiquement comparable au taux d'épargne des ménages français	9,6	7,6	6,8	6,6	5,8	5,2	5,9	3,8	3,8	3,6	4,5	4,4	4,1	2,7	5,4

Source : BEA

Calculs : Banque de France

Taux d'épargne des ménages français

(en %)

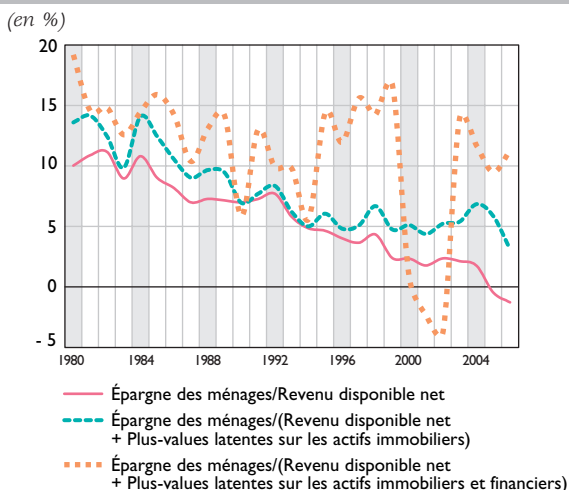
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne 1993-2004
Taux d'épargne brut des ménages calculé par l'INSEE	16,6	15,4	16,4	15,0	15,9	15,5	15,2	15,1	15,8	16,9	16,0	15,4	15,2	15,7
Retraitement de la consommation de capital fixe	- 3,0	- 3,1	- 3,0	- 3,1	- 3,1	- 3,1	- 3,1	- 3,0	- 3,0	- 2,9	- 3,0	—	—	- 3,1
Taux d'épargne nette des ménages français	13,6	12,3	13,4	11,9	12,8	12,4	12,2	12,0	12,8	13,9	12,9	—	—	12,7

Source : Insee

Calculs : Banque de France

Graphique 4 Taux d'épargne net des ménages

Définition du BEA



Sources : BEA (NIPA), Système fédéral de réserve (Flow of funds)

Toutefois, l'épargne des ménages, mesurée en tenant compte des plus-values latentes sur les actifs immobiliers¹, marque également une tendance à la baisse, suggérant l'existence d'autres facteurs expliquant le dynamisme de la consommation : l'augmentation des transferts sociaux à destination des populations présentant une forte propension à consommer à partir de 2001 et la baisse des taux d'intérêt américains jusqu'à des niveaux historiquement bas (3,2 % pour

le taux de référence à dix ans en juin 2003) ont contribué à l'accélération des dépenses des ménages. Des anticipations à la hausse de leurs revenus futurs ont également pu avoir un impact (Ferguson, 2004).

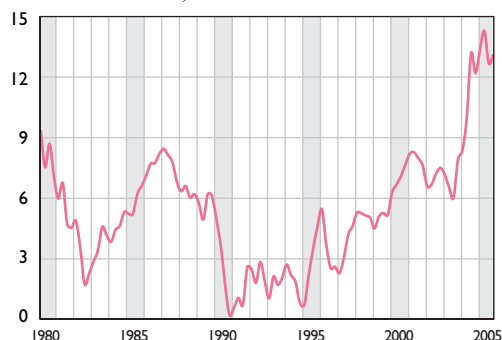
Une politique budgétaire expansionniste

La baisse du taux d'épargne des ménages s'est poursuivie alors même que le solde des administrations publiques se dégradait, sous l'effet conjugué d'une baisse de l'impôt sur le revenu et d'une hausse des transferts sociaux. Encore excédentaire en l'an 2000 (1,6 point de PIB), le solde des administrations publiques s'est dégradé de 5,4 points en cinq ans, accusant un déficit de 3,8 points de PIB en 2005.

Au cours des trente dernières années, l'économie américaine a souvent été caractérisée par l'existence de mouvements parallèles du déficit public et du déficit courant. En particulier, la phase de détérioration marquée du solde extérieur dans les années quatre-vingt s'est accompagnée d'un creusement du déficit public. Ce phénomène, identifié sous le nom de « déficits jumeaux » (*twin deficits*), a fait l'objet d'une littérature abondante. La plupart des études s'accordent sur le fait que la détérioration du solde public aurait bien un impact négatif sur le solde courant mais l'ampleur de cet impact fait l'objet de controverses.

Graphique 5 Indice des prix de l'immobilier

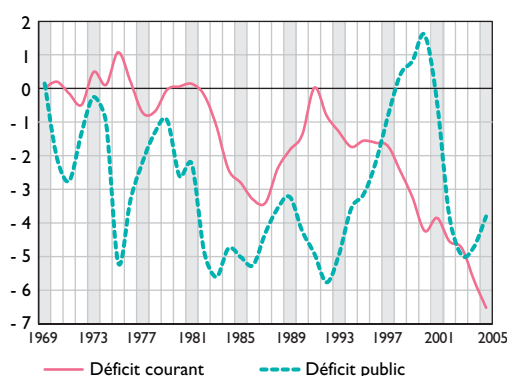
(glissement annuel, en %)



Sources : Bureau of Labor Statistics (BLS)

Graphique 6 Déficit public et déficit courant

(en points de PIB)



Source : BEA (NIPA)

¹ Compte tenu de la volatilité du prix des actifs financiers, le taux d'épargne mesuré en tenant compte des plus-values immobilières et financières latentes présente un profil plus haché. Par exemple, la forte baisse en 2001-2002 est liée à l'éclatement de la « bulle Internet ». Toutefois, on peut mettre en évidence une nette tendance à la baisse sur les vingt-cinq dernières années.

Tableau 2 Impact à long terme d'une hausse de 1 point du déficit public sur le solde courant

(écart au compte central, en points de PIB)

Selon	
Baxter (1995)	0,5
Normandin (1999)	[0,2 ; 1,0]
OCDE (2004)	0,3
Erceg et alii (2005b)	0,2
Faruqee et alii (2005)	0,5

D'abord, les effets dépendent de l'origine de la hausse du déficit public. D'un côté, une baisse des recettes (réduction des taxes) peut stimuler la consommation des ménages et l'investissement des entreprises et provoquer une hausse de la demande d'importations. De l'autre, une hausse des dépenses des administrations publiques engendre, non seulement une augmentation mécanique de la demande d'importations, mais également des effets keynésiens sur les autres postes de la demande intérieure, si bien que les effets agrégés sont plus importants. En outre, la mesure des effets dépend également des modèles utilisés (modélisation néo-keynésienne standard, VAR ou DSGE) et des hypothèses concernant les réactions de politique monétaire, le comportement ricardien ou non des ménages américains ou la calibration de paramètres clés comme les élasticités du commerce extérieur aux prix. Au total, dans la littérature économique, l'amplitude des effets à long terme sur le solde courant d'une hausse de 1 point de PIB du déficit public varie entre 0,2 et 1,0 point de PIB, avec en général des effets compris entre 0,2 et 0,5 point (cf. tableau 2).

Les dynamiques parallèles de baisse du taux d'épargne des ménages et de hausse du déficit public nuancent le postulat d'un comportement ricardien des ménages américains. Ce constat a conduit les auteurs du modèle SIGMA du Système fédéral de réserve à modifier les spécifications de ce modèle en incorporant un groupe de ménages considérés comme non ricardiens (Erceg et al. 2005b)². En présence d'une politique budgétaire plus restrictive, l'épargne nationale américaine aurait donc pu se stabiliser à des niveaux plus élevés à partir de 2001 et freiner ainsi la dégradation du compte courant.

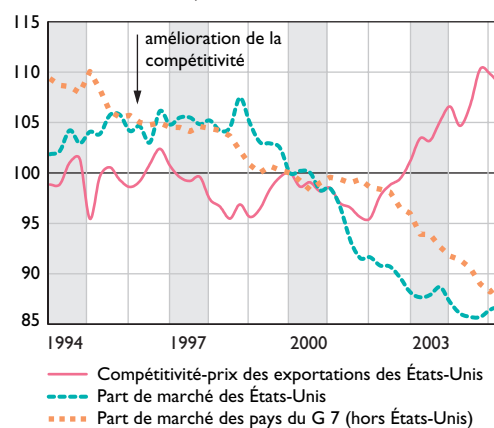
I | 2 Des exportations pénalisées par une concurrence accrue des pays émergents

Une concurrence accrue sur les marchés de biens et services

Du côté des exportations, on observe, depuis 1999, un « décrochage » des ventes des entreprises américaines au reste du monde, traduisant des pertes importantes de parts de marché³. Ce phénomène, qui touche une large majorité des pays développés, s'explique d'abord par l'accroissement de la concurrence sur les marchés d'exportations et les gains de parts de marché des exportateurs asiatiques. Dans le cas américain, il prend depuis 1999 une ampleur légèrement supérieure à ce que l'on peut observer pour les autres puissances commerciales du G 7, reflétant les effets conjugués de la contraction de l'offre dans le secteur échangeable relativement au secteur non échangeable après la récession de 2001 et d'une orientation sectorielle peu favorable des exportations américaines.

Graphique 7 Parts de marché des exportateurs américains

(indices, base 100 = 2000)



Note : Une hausse de l'indice de compétitivité-prix traduit une progression plus rapide des prix étrangers par rapport aux prix américains à l'exportation, soit une amélioration de la compétitivité-prix américaine.

Sources : BEA, Chelem, OCDE

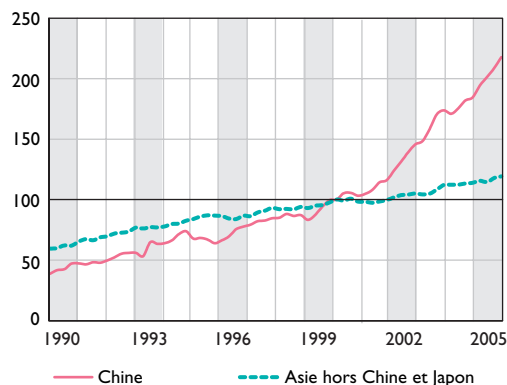
Calculs : Banque de France

² La calibration des paramètres du modèle est telle que 50 % des ménages sont ricardiens et 50 % non ricardiens. Les ménages ricardiens prennent leurs décisions (consommation, travail, capital) en maximisant leur utilité inter-temporelle, alors que les ménages non ricardiens, plus prosaïquement, consomment leur revenu disponible courant après impôts.

³ La part de marché des exportateurs américains est calculée comme le ratio entre les exportations en milliards de dollars 2000 (source : BEA) et l'indicateur de demande mondiale adressée aux États-Unis en milliards de dollars 2000 (source : calcul des auteurs). L'indicateur de demande mondiale est défini comme le volume d'exportations qui prévaudrait sans gains ni pertes de parts de marché par rapport à l'année de référence, calculé comme la somme des importations en volume (source : OCDE) des pays importateurs de produits américains pondérées par la part des produits américains (source : Chelem) dans les importations totales du pays pour l'année de référence.

Graphique 8 Parts de marché des exportateurs asiatiques

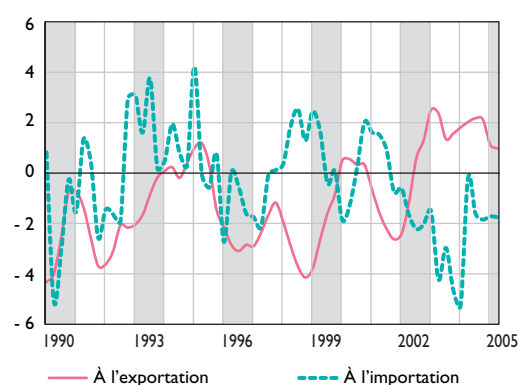
(indices, base 100 = 2000)



Source : OCDE

Graphique 10 Marges sur les prix du commerce extérieur

(en %)



Sources : BEA, FMI

L'impact insuffisant de la dépréciation du dollar depuis 2002

Entre 2002 et 2005, le taux de change effectif réel du dollar américain, déflaté par l'indice des prix à la consommation, s'est déprécié d'environ 25%. Conformément aux attentes, cette dépréciation s'est propagée aux prix du commerce extérieur avec les effets de marge attendus : les entreprises américaines

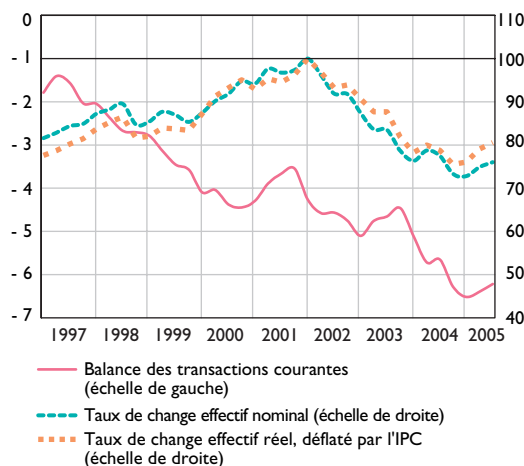
ont pu augmenter leurs marges sur les produits exportés, tandis que les entreprises étrangères ont réduit les leurs pour ne pas trop éroder leurs parts de marché ⁴.

L'ampleur des effets de la dépréciation du taux de change sur le solde courant dépend non seulement de la sensibilité des prix du commerce extérieur au choc de change (« *Exchange rate pass-through* »), mais

Graphique 9 Balance des transactions courantes et taux de change effectif

(en points de PIB)

(indices, base 100 = janvier 2002)



Source : BEA (NIPA)

Tableau 3 Effets sur le solde courant après 3 ans d'une dépréciation effective réelle de 10 % du dollar

(écart en compte central, en points de PIB)

Selon	
Brayton Tinsley (1996)	0,5
Brook et alii (2004)	[0,65 ; 0,7]
Erceg et alii (2005b) (a)	[1,0 ; 1,5]

(a) Dans le modèle SIGMA (Erceg et alii 2005b), la réponse du solde courant à un choc de taux de change est très forte, en raison de la calibration du modèle, qui conjugue des effets compétitivité-prix supérieurs à 1 dans les équations de volume (élasticité-prix des imports calibrée à 1,5) et d'importants effets de contagion d'un choc de change sur les prix d'importations (le niveau de « *pass-through* » est de 100 % après quelques trimestres, contre 20 % à 30 % dans les études empiriques). Selon les auteurs, l'incapacité des modèles DSGE à bien modéliser les prix du commerce extérieur tendrait même à invalider leur utilisation pour des analyses en économie ouverte. Ils soulignent l'importance de développer à l'avenir un cadre théorique qui soit à la fois compatible avec la modélisation DSGE et réaliste quant aux effets du taux de change sur les prix du commerce extérieur.

⁴ Les marges sur les prix d'exportation sont calculées comme le ratio entre le déflaté des exportations de biens et services et les prix de production américains. Les marges sur les prix d'importation sont calculées comme le ratio entre le déflaté des importations de biens et services et un indicateur de prix étranger à l'importation (calculé comme le prix moyen des firmes étrangères qui exportent aux États-Unis sur l'ensemble de leurs marchés d'exportations).

également de la sensibilité des volumes d'échanges aux prix (cf. encadré 2). Selon différentes études, l'impact à trois ans sur le solde courant américain d'une dépréciation du dollar de 10 % se situerait entre 0,4 et 1,0 point de PIB. La baisse du taux de change effectif entre 2002 et 2005 aurait donc contribué à améliorer le solde courant entre 1 et 2,5 points de

PIB. La dépréciation s'est d'ailleurs traduite par un ralentissement des pertes de parts de marché, moins fortes depuis 2002 que pour les autres pays du G 7 alors qu'elles étaient plus marquées sur la période 1999-2002. Toutefois, cela n'a pas suffi à réduire le déficit des transactions courantes, compte tenu des facteurs d'aggravation de ce déficit précédemment évoqués.

ENCADRÉ 2

L'impact de la dépréciation du taux de change effectif réel

Une dépréciation du taux de change effectif ne conduit à une amélioration du solde courant que si la condition de Marshall-Lerner est vérifiée, soit si $\omega + \delta \cdot (1 - \omega) - \alpha \cdot (1 - \phi) > 0$, avec :

ω : élasticité des prix d'exportation aux prix étrangers

δ : effet compétitivité-prix à l'exportation

α : élasticité des prix d'importations aux prix étrangers

ϕ : effet compétitivité-prix à l'importation

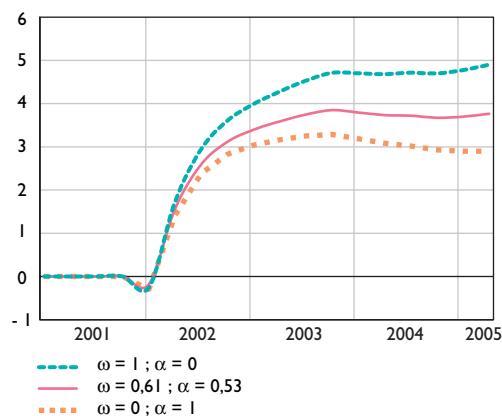
Avec les valeurs des élasticités estimées sur les États-Unis, on trouve : $\omega + \delta \cdot (1 - \omega) - \alpha \cdot (1 - \phi) = 0,57$ (modèle non contraint). La condition de Marshall-Lerner est bien vérifiée. L'impact positif de la dépréciation du taux de change effectif nominal de 10 % à partir de 2002 est vérifié par une simulation.

Valeur des élasticités estimées à long terme

	Modèle non contraint	Modèle contraint
Exportations de biens et services		
Demande mondiale	0,73	1,00
Compétitivité-prix	0,71	0,59
Importations de biens et services		
Demande intérieure	1,62	1,00
Compétitivité-prix	0,40	0,61
Prix des importations		
Prix de production	0,47	0,47
Prix étranger (α)	0,53	0,53
Prix des exportations		
Prix de production	0,39	0,39
Prix étranger (ω)	0,61	0,61

Impact d'une dépréciation du taux de change de 10 % sur le taux de couverture en valeur

(écart au compte central, en %)



Numériquement, l'impact d'une variation relative du taux de change de χ sur le taux de couverture C (ratio exportations sur importations en valeur) s'écrit : $dC = C \cdot [\omega + \delta \cdot (1 - \omega) - \alpha \cdot (1 - \phi)] \cdot \chi$. L'amélioration du solde courant dépend :

- des conditions initiales : plus le taux de couverture initial est faible, plus la hausse du taux de couverture (en points de pourcentage) est faible ;
- des effets compétitivité-prix : plus ils sont importants, plus la hausse du taux de couverture est importante ;
- des comportements de marge des firmes étrangères qui exportent aux États-Unis : si les effets compétitivité-prix à l'importation sont inférieurs à 1 ($\phi < 1$), l'impact du taux de change est d'autant plus élevé que les comportements de marge sont élevés. L'amélioration du solde courant est maximale dans le cas limite où $\alpha = 0$, lorsque les firmes répercutent intégralement la dépréciation du taux de change dans leurs marges, à prix et volumes d'importations inchangés. Dans le cas inverse où les effets

...

compétitivité-prix sont supérieurs à l'unité, l'amélioration du solde courant est maximale lorsque $\alpha = 1$, c'est-à-dire lorsque les firmes répercutent intégralement la dépréciation du taux de change dans la hausse des prix d'importations et que l'effet sur la baisse du volume d'importations est maximal ;

- des comportements de marge des firmes américaines exportatrices : si les effets compétitivité-prix à l'exportation sont inférieurs à l'unité ($\delta < 1$), l'impact du taux de change est d'autant plus élevé que les comportements de marge (mesurés par ω) sont élevés. L'amélioration du solde courant est maximale dans le cas limite où $\omega = 1$, lorsque les firmes exportatrices américaines répercutent intégralement la dépréciation du taux de change dans la hausse de leur marge. Dans ce cas, la hausse des prix d'exportation en dollars est maximale. À l'inverse, si les effets compétitivité-prix sont supérieurs à l'unité, l'ampleur de l'impact du taux de change est maximale lorsque $\omega = 0$. Dans ce cas, l'amélioration du solde courant passe uniquement par la hausse du volume des exportations à prix d'exportation inchangés.

En résumé, lorsque les effets compétitivité-prix sont strictement inférieurs à l'unité, la contribution des prix à l'amélioration du solde courant en valeur est toujours supérieure à celle des volumes. L'impact sur l'amélioration du solde courant est donc maximal lorsqu'il passe intégralement par la hausse des prix d'exportations libellés en dollars à prix d'importations inchangés. Pour l'évaluation des scénarios de sortie, nous serons conduits à inverser cette propriété habituelle des modèles néo-keynésiens standards en calibrant des effets de compétitivité-prix supérieurs à l'unité.

2| Une évaluation analytique des stratégies de sortie

Littérature académique et organisations internationales identifient principalement deux canaux d'ajustement du déficit courant américain : une poursuite de la dépréciation du dollar et une réduction de la demande intérieure américaine *via* un durcissement des politiques économiques aux États-Unis. Dans cette partie, nous étudions plusieurs chocs indépendants et analysons les mécanismes d'ajustement du solde courant, ainsi que les conséquences de ces chocs sur l'activité et les prix aux États-Unis et dans les pays partenaires. À partir de ces chocs analytiques, nous envisagerons dans une troisième partie des scénarios d'ajustement plus complexes.

Les simulations sont effectuées grâce au modèle NiGEM (cf. encadré 3). Dans sa calibration d'origine, ce modèle présente une élasticité unitaire des prix d'importations aux prix étrangers : les entreprises importatrices ne tiennent pas compte du niveau des prix intérieurs pour fixer leurs propres prix en devises (absence d'effets de marge). En conséquence, une dépréciation du change se répercute intégralement dans la hausse des prix d'importations. L'élasticité des volumes d'importations aux prix étant inférieure à l'unité, cette spécification équivaut à maximiser la hausse des importations en valeur et donc à minimiser l'impact sur l'amélioration du solde courant en valeur (cf. encadré 2).

Aussi trois versions alternatives du modèle sont élaborées.

- Dans le modèle de base (non contraint), on introduit des effets de marge dans l'équation du prix des importations. L'élasticité des prix d'importations aux prix étrangers est inférieure à l'unité, car les importateurs tiennent compte du niveau des prix de production aux États-Unis pour fixer leurs prix de ventes.

- L'estimation « brute » des équations de commerce extérieur dans le modèle non contraint fait apparaître une élasticité à long terme des volumes d'exportation à la demande mondiale inférieure à l'unité, alors même que les effets de pertes de parts de marché sont captés par une tendance temporelle déterministe. L'option alternative correspond à l'hypothèse habituelle selon laquelle, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de la demande en provenance de l'étranger se traduit par une progression équivalente en points de pourcentage des exportations américaines. Dans ce deuxième modèle (contraint), l'élasticité des exportations à la demande mondiale est égale à l'unité. Pour des raisons similaires, l'élasticité des volumes d'importations à la demande intérieure est contrainte à l'unité.

- Enfin nous envisageons dans un troisième modèle (calibré) le cas où les effets compétitivité-prix sont supérieurs à l'unité. Les élasticité des volumes d'exportations et d'importations sont fixées à partir de la relation de Marshall-Lerner, de telle sorte que l'impact d'une dépréciation du change sur le solde des biens et services est maximal (cf. encadré 2).

ENCADRÉ 3

Le modèle NiGEM (National Institute's Global Econometric Model)

NiGEM est un modèle multinational d'inspiration néo-keynésienne, développé par l'organisme britannique NIESR (National Institute of Economic and Social Research).

La version utilisée (2.06) comprend des blocs d'équations pour plus de quarante pays ou zones géographiques. Pour chaque pays développé (États-Unis, Japon, pays d'Europe de l'Ouest), entre 120 et 140 équations permettent de retracer l'évolution des principales variables d'offre, de demande et de prix. Des blocs plus réduits sont utilisés pour modéliser les autres économies (Chine, Europe de l'Est, Organisation des pays producteurs de pétrole – OPEP, etc.).

Le bouclage international est réalisé par :

- les équations de commerce extérieur (prise en compte d'effets de compétitivité dans les équations d'exportations) ;
- les flux financiers (actifs détenus par les non-résidents et revenus associés).

En simulation, il est possible de considérer différentes réactions de politique monétaire (règle de Taylor, taux d'intérêt nominal ou réel fixe, cible d'inflation).

Dans un souci de clarté, seront essentiellement présentés les résultats obtenus à partir du modèle NiGEM « original ». Les résultats du modèle calibré seront également présentés sur les variantes de dépréciation du dollar.

2 | I Dépréciation du dollar

Un premier scénario analytique de dépréciation du dollar est envisagé, à hauteur de 10 % face à toutes les devises. Afin de bien isoler les effets spécifiques de ce scénario, l'hypothèse que les banques centrales ne modifient pas les taux d'intérêt nominaux est retenue.

Tableau 4 Valeur des élasticités de long terme des différentes calibrations utilisées

Variable explicative	NiGEM « original »	Modèle non contraint	Modèle contraint	Modèle calibré
Volumes d'exportations				
Demande mondiale	1,00 ^{a)}	0,73	1,00 ^{a)}	1,00 ^{a)}
Compétitivité-prix	0,67	0,71	0,59	1,00 ^{a)}
Volumes d'importations				
Demande intérieure	1,24	1,62	1,00 ^{a)}	1,00 ^{a)}
Compétitivité-prix	0,90	0,40	0,61	1,54 ^{a)}
Prix des exportations				
Prix de production	0,34	0,39	0,39	0,39
Prix étranger	0,66	0,61	0,61	0,61
Prix des importations				
Prix de production	0,00 ^{a)}	0,47	0,47	0,47
Prix étranger	1,00 ^{a)}	0,53	0,53	0,53

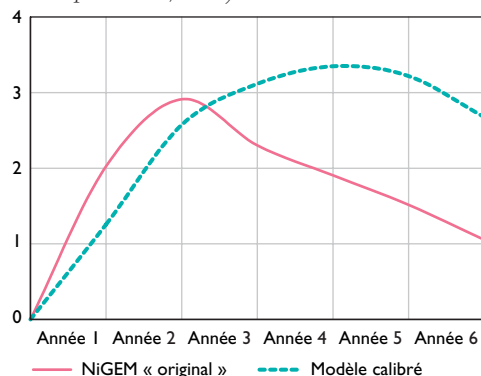
a) Élasticité calibrée

Impact sur les exportations

Des résultats des simulations, on retient d'abord que la dépréciation du dollar permet aux entreprises américaines exportatrices d'augmenter leurs prix en dollars (comportement de marge), tout en gagnant des parts de marché et en augmentant leurs volumes de vente, l'impact agrégé sur les volumes d'exportations étant d'autant plus important que les entreprises américaines sont modérées dans leurs hausses de prix (modèles alternatifs) et que l'élasticité-prix des volumes d'exportations est élevée. Toutefois, l'inflation importée aux États-Unis se traduit à terme par une moindre amélioration de la compétitivité américaine qui, couplée à la baisse de l'activité chez les partenaires commerciaux, engendre une dégradation des volumes d'exportations par rapport au compte central.

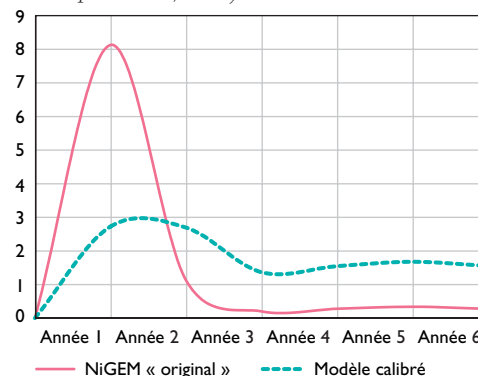
Graphique 11 Impact sur le glissement annuel des prix en dollars à l'exportation d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



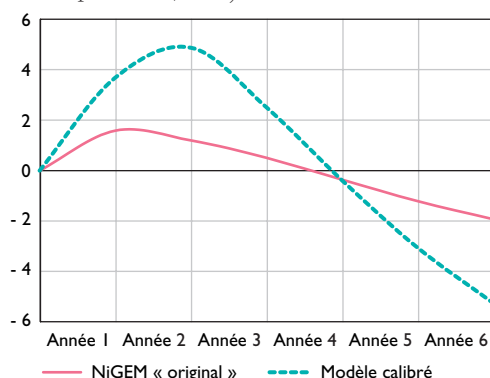
Graphique 13 Impact sur le glissement annuel des prix à l'importation d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



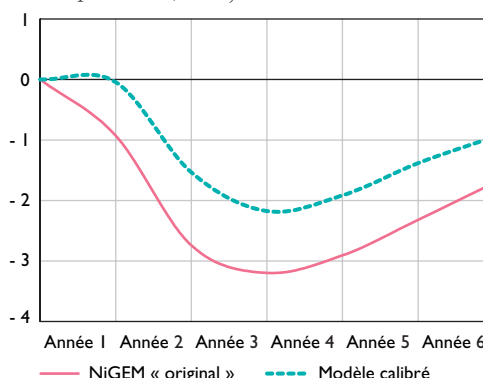
Graphique 12 Impact sur le volume d'exportations d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



Graphique 14 Impact sur le volume d'importations d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



Impact sur les importations

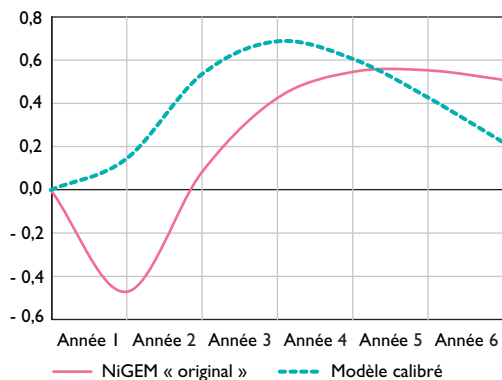
Du côté des importations, les effets de marge réduisent la hausse des prix à l'importation consécutive de la dépréciation du dollar. Dès lors, si l'on prend en compte de tels effets, les volumes d'importations sont moins dégradés que dans la calibration d'origine de NiGEM. Par ailleurs, l'accélération des exportations a un effet expansif sur l'économie américaine, qui stimule la demande intérieure : l'augmentation du revenu des ménages pousse la consommation à la hausse, tandis que les nouvelles perspectives de vente des entreprises américaines les encouragent à augmenter leurs investissements.

Impact sur le solde courant et sur l'activité aux États-Unis et dans les pays partenaires

Ces résultats permettent de conclure que la dépréciation du dollar se traduit bien par une amélioration du solde courant en valeur, mais avec des délais et une ampleur variables selon les modèles. Dans le modèle NiGEM « original », le renchérissement des importations et la faible réactivité des volumes d'exportations à la baisse des prix d'exportations exprimés en devises engendrent une dégradation du compte courant à court terme. Au total, il faut plus d'un an et demi pour que l'ajustement des volumes aux modifications de prix relatifs amène une amélioration du solde de

Graphique 15 Impact sur le solde courant d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en points de PIB)



la balance courante, l'impact maximum atteignant environ 0,6 point de PIB au bout de quatre ans.

Dans les modèles à effets de marge et notamment dans le modèle calibré afin d'obtenir un impact maximal, cet effet connu sous le nom de « courbe en J » disparaît, en raison du comportement d'optimisation des firmes étrangères, qui préfèrent absorber une partie du choc plutôt que de perdre des parts de marché, et des firmes américaines, qui profitent davantage de la dépréciation de leur devise pour développer leurs volumes d'exportations. Dans la spécification la plus favorable (modèle calibré), l'impact de la dépréciation sur la balance courante atteint un maximum de 0,7 point de PIB au bout de trois ans.

La dépréciation du dollar provoque une accélération des prix et, sous l'hypothèse de taux nominaux inchangés, une baisse des taux d'intérêt réels aux États-Unis, qui à son tour a un impact expansionniste sur l'économie américaine. L'effet est inverse chez les partenaires commerciaux des États-Unis, où la décélération des prix provoque une hausse des taux réels défavorable à l'activité.

Au total, la dépréciation fait donc peser l'essentiel de l'ajustement du compte courant sur les partenaires commerciaux des États-Unis. Pour une dépréciation du dollar de 10% face à toutes les devises, les États-Unis gagnent entre 0,4 et 0,8 point de croissance en moyenne sur les trois premières années. La perte de croissance sur la même période serait de 0,3 à 0,4 point dans la zone euro et 0,7 point au Japon, dont l'économie est plus dépendante des exportations vers les États-Unis.

Tableau 5 Impact d'une dépréciation du dollar de 10 % (sans réaction de politique monétaire)

(écart au compte central, en %)

	NiGEM « original »	Modèle calibré
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)		
États-Unis	0,4	0,7
Zone euro	- 0,2	- 0,2
Japon	- 0,2	- 0,1
Chine	- 0,7	- 0,8
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années)		
États-Unis	0,4	0,8
Zone euro	- 0,3	- 0,4
Japon	- 0,7	- 0,7
Chine	- 0,2	- 0,2
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années)		
États-Unis	1,6	1,3
Zone euro	- 0,2	- 0,3
Japon	- 0,2	- 0,2

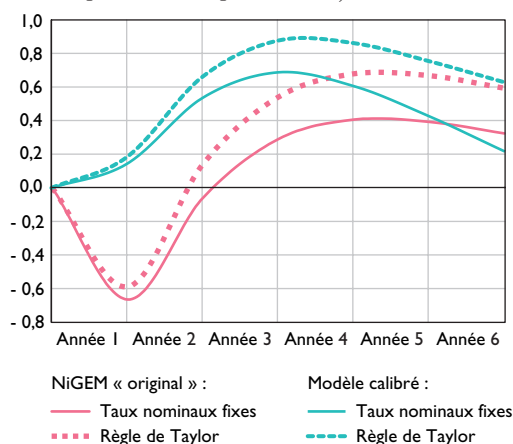
Influence de la politique monétaire

L'effet est plus significatif si les banques centrales réagissent à la dépréciation du dollar. Aux États-Unis, la hausse de l'inflation et l'accélération de la croissance induites par la dépréciation peuvent conduire le Système fédéral de réserve à augmenter ses taux directeurs. Si l'on modélise la réaction de politique monétaire par une règle de Taylor « classique », une dépréciation de 10 % provoque une hausse des taux américains à court terme de 250 points de base au bout de trois ans, laquelle a un impact à la baisse sur la demande intérieure américaine et la croissance des importations. La hausse des taux engendre également des pressions à la baisse sur les prix de l'immobilier : avec une élasticité à court terme aux taux à long terme égale à - 1,7 % (Bayoumi *et al.*, 2005), la réaction de politique monétaire aux États-Unis se traduit par une baisse spontanée des prix de l'immobilier d'environ 5 %, laquelle permet, *via* des effets de richesse négatifs sur la consommation des ménages, une amélioration supplémentaire du compte courant américain.

Dans le reste du monde, l'impact déflationniste et récessif de l'appréciation des devises face au dollar peut conduire les banques centrales à envisager une baisse des taux d'intérêt. Dans la zone euro, cette baisse atteint 50 points de base au bout d'un an et 70 points de base au bout de trois ans. Au total, les

Graphique 16 Impact d'une dépréciation de 10 % sur le solde courant et influence de la politique monétaire

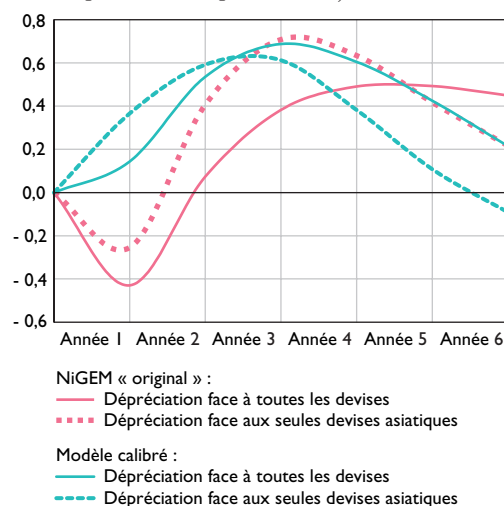
(écart au compte central, en points de PIB)



Note : L'impact sur la balance des revenus est estimé selon la méthodologie présentée au paragraphe 2|2.

Graphique 17 Impact sur le solde courant de différents scénarios de dépréciation du dollar

(écart au compte central, en points de PIB)



politiques monétaires contribuent à freiner la demande intérieure et l'inflation américaine et à limiter l'impact à la baisse de la dépréciation sur la demande mondiale adressée aux États-Unis, si bien que l'effet sur le solde courant est supérieur. Dans la version la plus favorable du modèle (calibré), la dépréciation de 10 % du dollar conduit à une amélioration du solde courant de 0,9 point de PIB au bout de trois ans avec réaction de politique monétaire, contre 0,7 point sans réaction.

Dépréciation face à toutes les devises ou face aux seules devises asiatiques

Une dépréciation du dollar contre toutes les monnaies réduit le déficit courant américain, réduit l'excédent courant des pays asiatiques mais

crée un déséquilibre négatif pour la zone euro. Dans la mesure où les ajustements de change visent à réduire les déséquilibres sans en créer de nouveaux, il paraît approprié d'envisager un scénario de dépréciation du dollar face aux seules devises asiatiques (hors yen), ce qui équivaut à une appréciation de ces dernières monnaies face à toutes les devises (y compris l'euro). Nos estimations tendent à montrer qu'une dépréciation du dollar de 42,5 % par rapport aux devises asiatiques (soit 10 % en termes effectifs, comme précédemment) améliorerait les soldes courants des États-Unis, mais également de leurs partenaires européens et japonais. Elle aurait toutefois un impact récessif important sur les pays asiatiques. La Chine perdrait environ 4 points de croissance en moyenne sur les trois premières années⁵.

Tableau 6 Impact sur le solde des transactions courantes d'une appréciation de 42,5 % des devises asiatiques

(écart au compte central, la troisième année, en points de PIB)

	NiGEM « original »	Modèle calibré
États-Unis	0,7	0,6
Zone euro	0,5	0,5
Japon	0,5	0,5
Chine	- 10,1	- 10,0

Au total, une dépréciation de 10 % du dollar, même avec un ajustement des politiques monétaires et des prix immobiliers aux États-Unis, ne permet pas de réduire le déficit courant américain de manière durable et significative. D'abord, les effets de la dépréciation sont certes longs mais transitoires. À long terme, les mouvements de prix amènent les différentes économies à retrouver la situation qui aurait été la leur, sans la dépréciation du dollar. C'est là un effet traditionnel des variations de change.

⁵ Les résultats présentés sur la Chine doivent être considérés avec précaution, compte tenu des faiblesses du bloc d'équations relatives à la Chine dans NiGEM. Notamment, on regrette l'absence d'une décomposition du PIB chinois par poste de demande.

De plus, selon nos estimations, une dépréciation d'au moins 40 % face à l'ensemble des devises serait nécessaire pour réduire le déficit courant de moitié. Cette évaluation, fondée sur la spécification la plus favorable de notre modèle, est proche de celles obtenues à partir de modèles plus spécifiques d'équilibre général (Obstfeld et Rogoff, 2004) ou d'investissements de portefeuille (Blanchard et *al.*, 2005). L'avantage de notre approche réside dans la possibilité d'évaluer les conséquences macroéconomiques du choc de change, non seulement aux États-Unis mais également chez leurs principaux partenaires. À ce titre, elle confirme que, si une dépréciation du dollar de 40 % est possible en cas d'aversion soudaine des marchés financiers pour le dollar, ses conséquences néfastes sur l'activité dans la zone euro ou au Japon incitent à mettre en œuvre une stratégie concertée d'ajustement, où les autorités budgétaires et monétaires américaines pourraient jouer un rôle de premier plan.

Tableau 7 Impact d'une dépréciation de 10 % (avec réaction de la politique monétaire et ajustement des prix immobiliers)

	Dépréciation face à toutes les devises	Dépréciation face aux devises asiatiques
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)		
États-Unis	[0,6 ; 0,9]	[0,7 ; 0,8]
Zone euro	- 0,2	0,5
Japon	- 0,3	0,3
Chine	- 0,7	- 10,1
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	[- 0,1 ; 0,3]	[0,0 ; 0,1]
Zone euro	- 0,2	0,2
Japon	- 0,5	0,7
Chine	- 0,2	- 4,3
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	[1,1 ; 1,3]	[0,7 ; 0,8]
Zone euro	- 0,2	0,3
Japon	[- 0,1 ; 0,2]	0,3
Impact sur les taux nominaux courts (troisième année, en points de base)		
États-Unis	[200 ; 250]	[40 ; 120]
Zone euro	[- 60 ; - 70]	50
Japon	- 20	30

Note : Les résultats sont présentés sous forme de fourchette en cas de divergence entre les deux modèles utilisés (NiGEM «original», calibre).

2 | 2 Réduction de la demande intérieure

Outre la dépréciation du dollar, le second canal d'ajustement du déficit courant américain identifié consiste en une augmentation du taux d'épargne domestique permettant de limiter la demande d'importations. Cette augmentation de l'épargne peut être le fait du secteur privé (baisse de la consommation et de l'investissement) et/ou du secteur public (baisse du déficit des administrations). En utilisant les mêmes spécifications que pour les chocs de change, nous envisageons donc trois scénarios différents :

- un ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement *via* une hausse des taux d'intérêt à court et long termes (100 points de base) ;
- un ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement résidentiel *via* une baisse des prix de l'immobilier (10 %, à taux d'intérêt fixes) ;
- une baisse des dépenses publiques (10 %, à taux d'intérêt fixes).

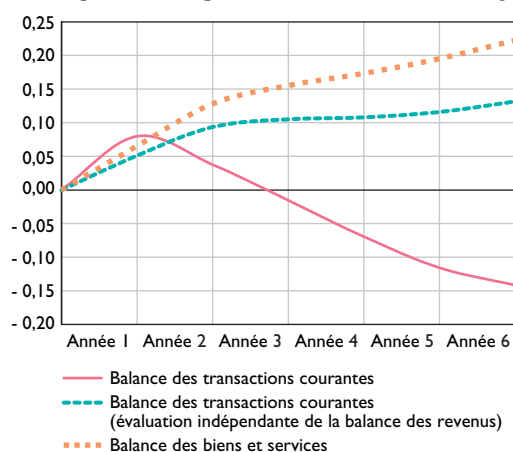
Hausse des taux d'intérêt

L'ajustement peut passer par une hausse de l'épargne du secteur privé, par exemple provoquée par une hausse des taux d'intérêt à long et court termes. Selon les résultats de notre modèle, une translation de la courbe des taux de 100 points de base réduit la croissance de la consommation des ménages à hauteur de 0,1 point en moyenne sur les trois premières années. L'impact est plus important sur l'investissement des entreprises (- 0,7 point) et l'investissement résidentiel (- 1,3 point). Le ralentissement de la demande intérieure provoque un ralentissement des importations (- 0,8 point de croissance) et une amélioration de la balance des biens et services de 0,15 point de PIB au bout de trois ans.

Toutefois, la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis augmente le montant des intérêts servis aux non-résidents détenteurs de titres américains, alors que le montant des intérêts servis aux américains détenteurs de titres étrangers reste constant. La balance des revenus se détériore et, si la hausse des taux se répercute intégralement et pleinement sur les titres américains détenus par les non-résidents, elle provoque une dégradation de la balance des transactions courantes. Cette évaluation mécanique

Graphique 18 Impact d'une translation de la courbe des taux de 100 points de base sur le solde courant

(écart au compte central, en points de PIB, modèle NiGEM « original »)



des effets du choc sur la balance des revenus nous semble toutefois excessive. Notamment, la structure par terme des titres américains détenus par les non-résidents n'est pas prise en compte. Elle reflète donc davantage une faiblesse du bouclage financier du modèle NiGEM qu'une dynamique crédible des flux internationaux de revenus d'investissement.

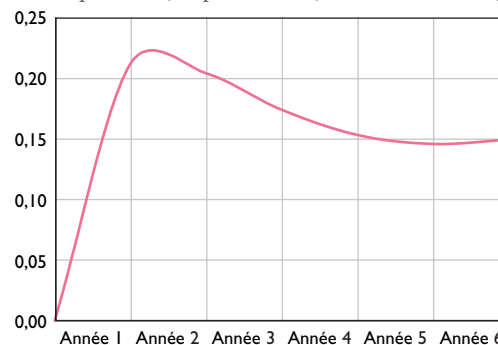
Nous choisissons d'évaluer la dynamique des revenus d'investissement sortants à partir d'une simple équation économétrique à correction d'erreur, faisant intervenir le niveau de PIB nominal américain ainsi que les taux nominaux à long terme. On retient l'hypothèse que les revenus entrants ne sont pas impactés par la hausse des taux. On obtient alors des résultats plus pertinents sur la balance des transactions courantes : les effets réels sur la balance des biens et services dominent les effets relatifs aux flux de revenus. Le solde courant s'améliore de 0,10 point de PIB au bout de trois ans (cf. graphique 18).

Baisse des prix de l'immobilier

La hausse de l'épargne privée pourrait être provoquée par une baisse des prix de l'immobilier, elle-même éventuellement déclenchée par une hausse des taux d'intérêt. Dans un scénario de baisse de 10 %, l'accès au crédit hypothécaire devient moins aisé et des effets de richesse négatifs viennent amputer la croissance de la consommation des ménages américains de 0,6 point en moyenne sur les trois premières années.

Graphique 19 Impact d'une baisse de 10 % des prix de l'immobilier sur le solde courant

(écart au compte central, en points de PIB, modèle NiGEM « original »)



L'investissement résidentiel et l'investissement des entreprises sont peu affectés.

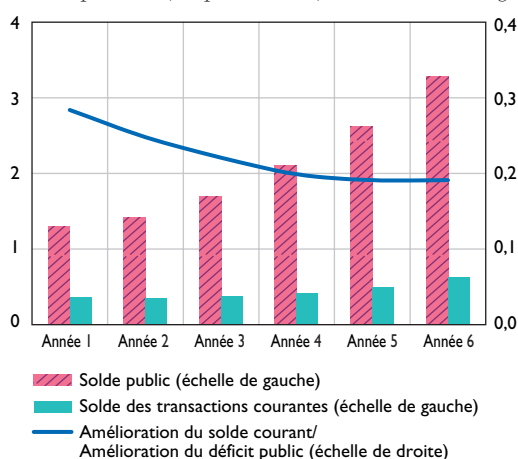
Au total, la baisse de 10 % des prix de l'immobilier permettrait une amélioration du compte courant américain à moyen terme, à hauteur de 0,15 point de PIB.

Baisse des dépenses publiques

La hausse de l'épargne nationale peut être le fait du secteur privé, mais également du secteur public. Selon nos estimations, une baisse de 10 % des dépenses de consommation des administrations américaines aboutirait à une amélioration du solde public d'environ 1,7 point de PIB au bout de trois ans⁶. Compte tenu

Graphique 20 Impact d'une baisse de 10 % des dépenses publiques sur les soldes public et courant (sans réaction de politique monétaire)

(écart au compte central, en points de PIB, modèle NiGEM « original »)



⁶ Estimation ex post. L'effet récessif du choc permet d'obtenir un impact significatif sur le niveau de déficit public exprimé en points de PIB.

du poids de la consommation publique dans le total de la demande intérieure (environ 22 %) et en l'absence d'effets ricardiens sur la consommation des ménages, un tel scénario engendre une moindre croissance des volumes d'importations, à hauteur de 2,0 points en moyenne sur les trois premières années de la simulation. En l'absence de politique monétaire plus accommodante, le choc s'accompagne également d'effets déflationnistes et récessifs aux États-Unis, lesquels se propagent au reste du monde et réduisent la demande mondiale adressée aux États-Unis et les exportations (- 0,7 point de croissance sur les trois premières années). Au total, on observe une amélioration significative du solde courant américain, à hauteur de 0,4 point de PIB au bout de trois ans.

Plus simplement, les simulations nous enseignent que, pour une amélioration du déficit public américain d'un point de PIB, on obtient une amélioration du solde courant d'une ampleur variant entre 0,2 et 0,3 point selon les calibrations utilisées, ce qui nous situe dans la fourchette basse de la littérature. Au total, le retour à l'équilibre budgétaire par une contraction des dépenses, à partir du niveau de déficit actuel, permettrait d'améliorer la balance courante de 0,7 à 1,2 point de PIB. Ce scénario nous paraît toutefois peu réaliste à court terme, compte tenu de l'ampleur du choc nécessaire sur les dépenses de consommation publique (supérieur à 30%).

En outre, un tel ajustement n'est possible que si les efforts budgétaires ne sont pas compensés par un relâchement de la politique monétaire. En effet si la fonction de réaction des banques centrales correspond

Tableau 8 Impact d'une baisse du déficit public de 1 point de PIB

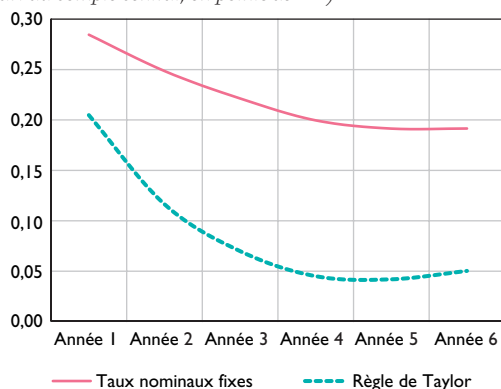
(écart au compte central)

	Sans réaction de politique monétaire (taux nominaux fixes)	Avec réaction de politique monétaire (règle de Taylor)
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)		
États-Unis	0,22	0,07
Zone euro	- 0,09	- 0,01
Japon	- 0,06	- 0,13
Chine	- 0,23	- 0,19
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	- 0,56	- 0,43
Zone euro	- 0,11	- 0,06
Japon	- 0,24	- 0,20
Chine	- 0,18	- 0,13
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	- 0,44	- 0,34
Zone euro	- 0,02	- 0,02
Japon	- 0,01	- 0,01
Impact sur les taux nominaux à court terme (troisième année, en points de base)		
États-Unis	—	- 90
Zone euro	—	- 20
Japon	—	- 10

à une règle de Taylor, l'impact récessif d'une baisse des dépenses publiques aux États-Unis amène une baisse des taux d'intérêt qui stimule la demande privée, si bien qu'au total, les effets sur le compte courant américain sont fortement réduits.

Graphique 21 Impact d'une baisse du déficit public de 1 point de PIB sur le solde courant et influence de la politique monétaire

(écart au compte central, en points de PIB)



3| La nécessité d'une stratégie multi-facettes

À partir des variantes analytiques présentées ci-dessus, on peut envisager une stratégie d'ajustement réaliste, s'appuyant sur les deux piliers identifiés précédemment : la dépréciation du change et une réorientation des politiques économiques permettant une hausse de l'épargne américaine. Une calibration judicieuse des deux chocs, de change et de demande intérieure, nous permet en effet de maîtriser l'évolution de deux variables : le solde des transactions courantes et la croissance du PIB. Plus précisément, la dépréciation du dollar, associée à des réactions de politique monétaire aux États-Unis

et dans le reste du monde, permet, non seulement une réduction du déficit courant américain, mais engendre aussi une hausse de l'activité, laquelle nous éloigne de l'objectif initial d'un simple ajustement des comptes extérieurs. En revanche, cette dépréciation permet de dégager des marges de manœuvre supplémentaires pour une réorientation du *policy-mix* américain, qui constitue le second canal d'ajustement.

Si l'on fait l'hypothèse que la croissance américaine ne doit pas être affectée par le processus de rééquilibrage des comptes extérieurs, on montre que les chocs nécessaires font peser l'essentiel de l'ajustement sur les partenaires commerciaux des États-Unis. En effet, il faudrait cumuler une réduction du déficit de 1,4 point de PIB et une dépréciation effective du dollar de plus de 30 % pour réduire le déficit courant d'une unité de PIB. Les effets expansionnistes et inflationnistes de la dépréciation conduiraient en outre la banque centrale américaine à augmenter ses taux à hauteur de 300 points de base. La réduction de la demande intérieure américaine et la dépréciation du change engendreraient alors un transfert de déficit vers la zone euro et le Japon, qui accuseraient d'importantes pertes de croissance (respectivement – 0,7 et – 1,4 point en moyenne sur les trois premières années).

Aussi, il semblerait judicieux d'envisager une stratégie d'ajustement plus équitable, où les États-Unis accepteraient de supporter une partie du

coût de l'ajustement, par exemple en voyant leur croissance amputée d'un point en moyenne sur les trois premières années. Un tel scénario nécessiterait une réduction plus volontariste du déficit budgétaire mais une dépréciation moins importante du dollar, si bien que l'impact sur les économies des partenaires commerciaux serait plus mesuré : la zone euro et le Japon ne perdraient « que » 0,5 et 1,0 point de croissance.

Néanmoins, les scénarios fondés sur une dépréciation du dollar vis-à-vis de l'ensemble des devises impliquent un transfert de déséquilibre de balance courante vers la zone euro. Il semble donc pertinent d'envisager des voies d'ajustement passant par une appréciation des devises asiatiques, plutôt que par une appréciation de toutes les monnaies face au dollar. Si l'on suppose que la croissance américaine ne doit pas être affectée, un tel ajustement implique une très forte appréciation des monnaies asiatiques (94 % pour une amélioration de la balance courante américaine d'un point de PIB), avec des conséquences particulièrement sévères pour les économies d'Asie. La zone euro et le Japon pourraient tirer parti de l'amélioration de leur compétitivité. Si les États-Unis acceptent de perdre un point de croissance en moyenne sur les trois premières années, l'ajustement passe davantage par une réduction du déficit public et le choc de change nécessaire est plus mesuré (47 %). Dans un tel scénario, la croissance de la zone euro serait peu affectée.

Tableau 9 Impact de différents scénarios de dépréciation et de réduction du déficit public visant à réduire le déficit courant d'une unité de PIB au bout de 3 ans

(écarts au compte central)

	Avec dépréciation face à toutes les devises		Avec dépréciation face aux seules devises asiatiques	
	Sans perte de croissance pour l'économie américaine	Avec une perte de croissance d'un point en moyenne sur les trois premières années	Sans perte de croissance pour l'économie américaine	Avec une perte de croissance d'un point en moyenne sur les trois premières années
Choc nécessaire				
Dépréciation du dollar (en %) face aux :				
Devises asiatiques (hors yen)	- 29	- 14	- 94	- 47
Autres devises (euros, yen, etc.)	- 29	- 14	—	—
Réduction du déficit public (en points de PIB)	- 1,4	- 2,4	- 0,4	- 1,9
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)				
États-Unis	1,0	1,0	1,0	1,0
Zone euro	- 0,7	- 0,5	1,0	0,4
Japon	- 1,0	- 0,7	0,6	0,1
Chine	- 0,9	- 1,5	- 22,5	- 11,6
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années, en %)				
États-Unis	0,0	- 1,0	0,0	- 1,0
Zone euro	- 0,7	- 0,5	0,4	0,0
Japon	- 1,4	- 1,0	1,5	0,4
Chine	- 0,9	- 0,8	- 9,6	- 5,1
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années, en %)				
États-Unis	2,9	0,8	1,6	0,1
Zone euro	- 0,7	- 0,5	0,6	0,1
Japon	- 0,4	- 0,4	0,6	0,1
Impact sur les taux nominaux courts (troisième année, en points de base)				
États-Unis	300	70	100	0
Zone euro	- 200	- 30	100	20
Japon	- 70	- 50	60	15

Au total, nos analyses fondées sur différentes calibrations du modèle multinational NiGEM tendent à montrer qu'il ne peut y avoir de résorption significative du déficit courant américain par une dépréciation modérée du dollar, quelles que soient les hypothèses retenues sur la sensibilité des comptes extérieurs américains face à un choc de change. Selon nos évaluations les plus optimistes, comparables aux résultats obtenus à partir de travaux de modélisation plus complexes, la réduction de moitié du déficit courant américain nécessiterait en effet une dépréciation de plus de 40 % face à toutes les devises, engendrant par ailleurs des pertes d'activité conséquentes pour la zone euro et les économies d'Asie. En outre, les effets de la dépréciation seraient transitoires et s'annuleraient sur le long terme, comme pour tout ajustement de change.

La stratégie d'ajustement la plus prometteuse semble passer par un durcissement des politiques économiques aux États-Unis. La poursuite du cycle de hausse des taux d'intérêt initié par le Système fédéral de réserve et la résorption du déficit budgétaire pourraient en effet engendrer une augmentation de l'épargne nationale. Associée à une dépréciation du dollar, une telle stratégie permettrait une amélioration significative et durable des comptes extérieurs américains, avec des coûts partagés entre les économies des États-Unis et de leurs partenaires.

Bibliographie

Baghli (M.), Bruhnes-Lesage (V.), De Bandt (O.), Fraisse (H.) et Villette (J.-P.) (2004)

« Modèle d'analyse et de prévisions de la conjoncture trimestrielle », Banque de France, *Notes d'Études et de Recherche*, n° 106, février

Baxter (M.) (1995)

« *International trade and business cycles* », NBER Working Paper Series, n° 5025, février

Bayoumi (T.) et alii (2006)

« *Boom-bust cycles in housing: The changing role of financial structure* », IMF country report, n° 05/258, juillet

Blanchard (O.), Giavazzi (F.) et Sa (F.) (2005)

« *The US current account and the dollar* », NBER Working Paper Series, n° 11137, février

Brayton (F.) et Tinsley (P.) (1996)

« *A guide to FRB/US* », Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, 1996-42

Brook (A. M.), Sédillot (F.) et Ollivaud (P.) (2004)

« *Channels for narrowing the US current account deficit and implications for other economies* », OECD Working Papers, n° 390

Erceg (C. J.), Guerrieri (L.) et Gust (C.) (2005a)

« *Expansionary fiscal shocks and the trade deficit* », The Federal Reserve Board, *International Finance Discussion Papers*, n° 825, janvier

Erceg (C. J.), Guerrieri (L.) et Gust (C.) (2005b)

« *SIGMA: A new open economy model for policy analysis* », Federal Reserve Board, *International Finance Discussion Papers*, n° 835, juillet

Faruquee (H.), Laxton (D.), Muir (D.) et Pesenti (P.) (2005)

« *Smooth landing or crash? Model-based scenarios of global current account rebalancing* », NBER Working Paper Series, n° 11583, août

Ferguson (R. W.) (2004)

« *Questions and reflections on the personal saving rate* », The Federal Reserve Board, Remarks by Vice Chairman Roger W. Ferguson, Jr. to the National Bankers Association, Nashville, Tennessee, 6 octobre

Le Bihan (H.) (2004)

« Tests de rupture : une application au PIB tendanciel français », *Économie et Prévisions*, n° 163, 2004-2

Houthakker (H. S.) et Magee (S. P.) (1969)

« *Income and price elasticities in world trade* », *Review of Economics and Statistics*, vol. n° 51, n° 2

Moëc (G.) et Frey (L.) (2006)

« Déséquilibres de balance courante, appétit pour l'épargne et grève de l'investissement », Banque de France, *Débats économiques*, n° 1, février

Normandin (M.) (1999)

« *Budget deficit persistence and the twin deficit hypothesis* », *Journal of International Economics*, n° 49

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2004)

« *The unsustainable US current account position revisited* », NBER Working Paper Series, n° 10869, novembre

OCDE (2004)

Perspectives économiques de l'OCDE, n° 75, décembre

Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne logement

Elisabeth FONTENY

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service des Analyses et Statistiques monétaires

Jusqu'en décembre 2005, les intérêts des plans d'épargne logement (PEL) étaient exonérés de l'impôt sur le revenu et n'étaient soumis aux prélèvements sociaux que lors de la fermeture du plan. Depuis le 1^{er} janvier 2006, les intérêts des PEL de plus de dix ans sont soumis aux prélèvements sociaux, chaque année, même en l'absence de clôture. De plus, pour les PEL de plus de douze ans, les intérêts sont désormais imposables, le contribuable pouvant choisir entre le prélèvement libératoire de 16 %, ou l'application du barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Cette modification du régime fiscal et social des PEL a été suivie d'une décollecte massive qui s'est traduite par une baisse de l'encours de 16 milliards d'euros au cours du premier semestre 2006. Les avoirs correspondants ont été largement réinvestis hors des bilans bancaires, principalement dans des titres d'OPCVM et des contrats d'assurance-vie. Ces réallocations de portefeuille des ménages se sont ainsi traduites dans une certaine mesure par la substitution d'actifs risqués aux PEL, en particulier à raison du surcroît de placements qui a pu s'ensuivre en matière de titres d'OPCVM non monétaires ou de contrats d'assurance-vie libellés en unités de compte.

Ce phénomène de décollecte au détriment d'un produit d'épargne traditionnel peut surprendre par son ampleur et sa rapidité s'agissant d'un placement sans risque dont le rendement net reste, somme toute, assez attractif, du moins pour ce qui concerne les PEL les plus anciens. Il incite en tout état de cause à souligner la nécessité d'assurer aux épargnants l'accès à une information claire, complète et précise sur le couple rendement-risque des différentes formules de placement qui peuvent leur être proposées à titre d'alternative.

Enfin, cette disparition de ressources relativement onéreuses a pu parallèlement contribuer à améliorer les résultats des établissements de crédit au premier semestre. Ceux-ci doivent toutefois gérer les conséquences de la contraction des dépôts à long terme sur l'équilibre de leur bilan, en période de forte croissance des crédits à long terme, notamment sous forme de crédits à l'habitat.

Mots-clés : épargne logement, fiscalité, placements alternatifs, équilibre emplois/ressources des banques

Codes JEL : H24, E21

I | Éléments de contexte

La loi de Finances pour 2006 a modifié le régime des prélèvements fiscaux et sociaux pesant sur les intérêts produits par les PEL. À compter du 31 décembre 2005, deux nouvelles dispositions s'appliquent :

- pour les PEL de plus de 10 ans, le prélèvement des contributions sociales au taux de 11 % sur les intérêts, précédemment effectué à la clôture du plan, est désormais opéré le 31 décembre de l'année du 10^{ème} anniversaire, puis lors de chaque capitalisation annuelle des intérêts. Cette mesure, immédiatement applicable à l'ensemble des plans de 10 ans ou plus, a entraîné le prélèvement, fin 2005, de montants qui ont pu paraître élevés au regard des intérêts capitalisés au titre de 2005 ;
- les intérêts des PEL d'ancienneté supérieure à 12 ans sont de surcroît soumis désormais à l'impôt sur le revenu (imposition au barème ou prélèvement libératoire de 16 %).

Ces dispositions constituent l'aboutissement d'un processus progressif d'alignement du régime des PEL sur les dispositions de droit commun en matière de prélèvements fiscaux et sociaux (cf. tableau 1).

Rappelons que le PEL a en principe pour objet premier de garantir au souscripteur l'obtention d'un crédit à un taux fixé dans le contrat initial et se décompose en deux étapes :

- une phase d'épargne, d'une durée minimale de quatre ans et maximale de dix ans, pendant laquelle

le souscripteur alimente son plan de façon plus ou moins régulière ;

- une phase de prêt, dont la durée et le montant dépendent des droits acquis pendant la phase d'épargne.

À l'échéance d'un contrat de plan d'épargne logement, c'est-à-dire au maximum dix ans après son ouverture, trois options sont ouvertes au détenteur :

- dans le cas où le souscripteur contracte un prêt immobilier, il récupère son capital et les intérêts acquis ainsi qu'une prime d'État. Ces fonds seront utilisés pour financer une opération immobilière comportant, en outre, le recours à un prêt d'épargne logement consenti au taux fixé lors du contrat initial ¹ ;
- si le souscripteur n'envisage pas de contracter un prêt immobilier, il récupère son capital et les intérêts acquis. Pour les plans ouverts après le 9 décembre 2002, il ne peut prétendre à la prime d'État, uniquement versée en cas d'utilisation du PEL pour l'obtention d'un emprunt immobilier ;
- après dix ans, le souscripteur peut maintenir son PEL en l'état. À compter de cette échéance et jusqu'au retrait des fonds, les versements ne sont plus autorisés et les montants investis ne produisent plus ni droit à prime ni droit à prêt supplémentaire, mais continuent d'être rémunérés par l'établissement au taux contractuellement prévu, sans limitation de durée.

Tableau 1 Fiscalité du plan d'épargne logement – Taux des prélèvements applicables ^{a)}

(en %)			
	Ensemble des PEL ^{b)}		
Du 1 ^{er} février au 31 décembre 1996	0,50		
Du 1 ^{er} janvier au 31 décembre 1997	3,90		
Du 1 ^{er} janvier 1998 au 30 juin 2004	10,00		
Du 1 ^{er} juillet au 31 décembre 2004	10,30		
Du 1 ^{er} janvier au 31 décembre 2005	11,00		
	PEL d'une ancienneté		
	< 10 ans ^{b)}	> 10 ans et < 12 ans ^{c)}	> 12 ans ^{d)}
Depuis le 1 ^{er} janvier 2006	11,00	11,00	27,00

a) Jusqu'au 31 décembre 2005, les intérêts étaient exonérés de l'impôt sur le revenu.

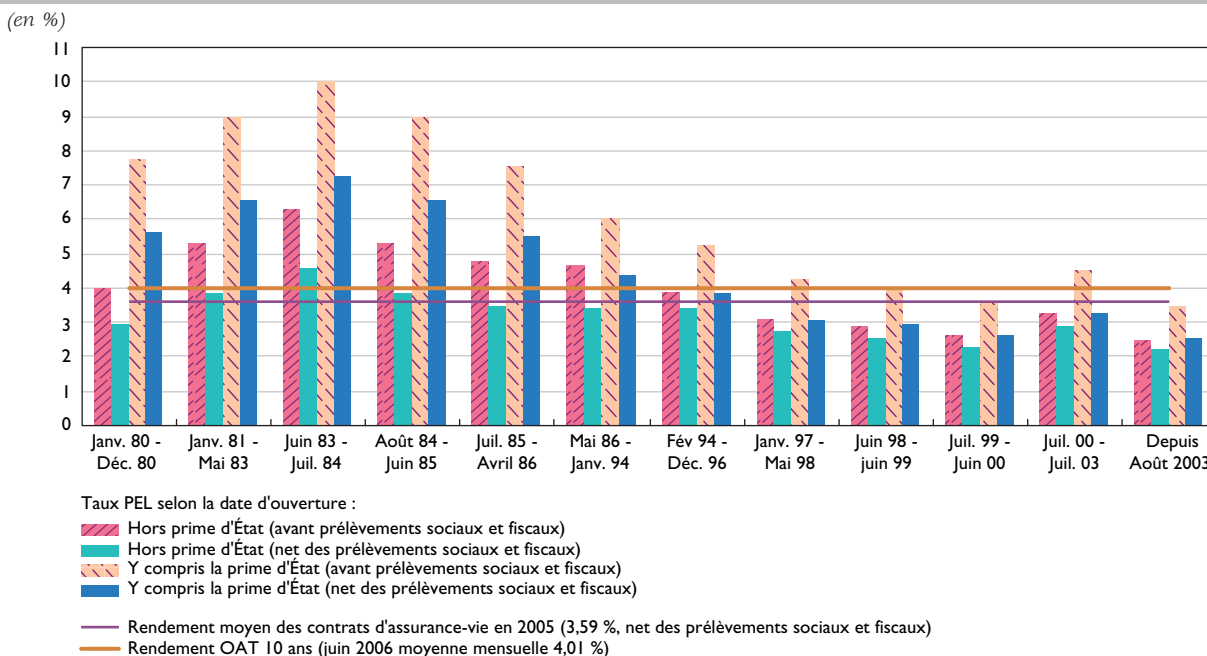
b) Prélèvements sociaux à la fermeture du plan

c) Prélèvements sociaux dus chaque année

d) Imposables : prélèvements forfaitaires de 16 % ou barème de l'impôt sur le revenu (+ prélèvements sociaux)

¹ Cf. tableau 5 en annexe récapitulant les différents taux des prêts d'épargne logement selon la période d'ouverture des PEL et des CEL

Graphique 1 Rémunération des PEL en fonction de la date d'ouverture du plan, rendement moyen des contrats d'assurance-vie et taux de l'OAT à 10 ans



NB : Dans le cas des PEL ouverts après le 9 décembre 2002, la prime d'État n'est versée qu'en cas d'utilisation du plan dans le cadre d'un emprunt immobilier.

La fiscalisation des intérêts sur les PEL a été justifiée par la forte baisse de leur taux d'utilisation pour l'obtention d'un prêt d'épargne logement. Cette évolution résulte notamment de la décre des taux sur les crédits à l'habitat non réglementés, rendant inutile le maintien de ressources devenues surabondantes pour assurer l'équilibre du circuit de l'épargne logement et coûteuses en incitations fiscales pour le budget de l'État². Les prêts d'épargne logement représentaient ainsi 13,6 % de l'encours des PEL en décembre 2005, au lieu de 18,2 % en décembre 2000 et 36,8 % en décembre 1995. De fait, l'encours des prêts d'épargne logement se contracte de façon continue depuis septembre 1997 (- 5,4 % environ en décembre 2005 en rythme annuel, au lieu de 14,8 % pour les crédits à l'habitat non réglementés).

Dans ce contexte, la fiscalisation des intérêts devait logiquement conduire une bonne part des épargnants à procéder à la liquidation de leurs anciens plans, quoique dans des proportions variables selon leur date d'ouverture puisque celle-ci détermine le taux applicable et donc l'écart de rendement offert par le PEL par rapport à des placements similaires.

À cet égard, on peut relever que le rendement net d'impôts des plans ouverts entre 1985 et 1996 est revenu à un niveau très légèrement inférieur à celui des placements concurrents tels que l'assurance-vie (cf. graphique 1).

L'examen de la ventilation par ancienneté des plans publiée par les groupes bancaires cotés permet

² À la fin 2005, le taux moyen des crédits nouveaux à l'habitat à taux fixe d'une durée initiale supérieure à un an s'élevait à 3,51 % alors que le taux applicable aux prêts épargne logement pour les plans les plus récents était fixé à 4,20 %.

Tableau 2 Ancienneté des PEL des principaux groupes bancaires cotés

(encours en millions d'euros et parts en %)

	Encours		Part dans le total	
	2004	2005	2004	2005
Inférieure à 4 ans	40 921	43 130	32,1	32,2
Entre 4 et 10 ans	45 008	27 833	35,3	20,8
Supérieure à 10 ans	41 555	62 902	32,6	47,0
Total	127 484	133 865	100,0	100,0

Source : annexes aux comptes consolidés 2005 du Crédit agricole SA, de la Société générale, de BNP Paribas et des Banques populaires.

d'apprécier l'importance du « gisement » des plans de plus de douze ans dont les intérêts seront soumis à l'impôt sur le revenu en 2006 (cf. tableau 2).

La part dans l'encours des PEL des plans d'une ancienneté supérieure à dix ans serait ainsi actuellement proche de 50 % (47 % pour les groupes publiant l'information, après 32,6 % à fin 2004). Cet accroissement rapide de l'ancienneté moyenne des plans résulte notamment du fort ralentissement de la collecte intervenu à partir de la fin des années quatre-vingt-dix, en lien avec la baisse progressive du taux des PEL, passé de 4,62 % entre 1986 et 1993 à 2,61 % début 2000. La part des plans d'une ancienneté supérieure à douze ans, c'est-à-dire ceux qui sont désormais fiscalisés, pourrait donc représenter environ un tiers de l'encours total à fin 2005 (226 milliards d'euros)³.

2| Une très forte incidence sur les encours au cours du premier semestre de 2006

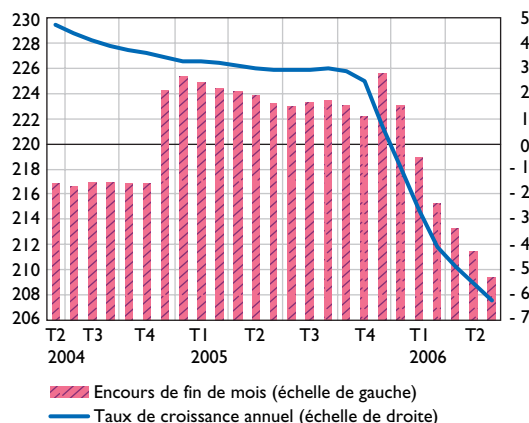
Après avoir oscillé autour de + 3,0 % durant l'année 2005, le taux de croissance annuel des PEL est systématiquement négatif depuis le début de 2006, tombant à - 6,2 % en juin, après - 5,5 % en mai et - 4,9 % en avril (cf. graphique 2). L'encours à diminué de quelque 16 milliards d'euros en six mois, revenant à 209 milliards d'euros en juin 2006, soit son plus bas niveau depuis novembre 2003. Quant aux flux mensuels de

collecte (données CVS), ils sont négatifs et stables aux alentours de - 3 milliards d'euros depuis janvier. Ceux d'avril, de mai et de juin sont toutefois un peu moins importants (environ - 1,1 milliard d'euros pour chacun de ces mois).

L'évolution des taux de variation de l'encours sur trois mois annualisé (données CVS) confirme l'importance des remboursements constatés depuis la fin de 2005 par les établissements de crédit (cf. graphique 3). Ce taux de variation sur trois mois annualisé tombe ainsi à - 15,3 % en mars, - 12,6 % en avril, - 9,3 % en mai et - 6,2 % en juin, alors qu'il s'est établi en moyenne à + 2 % au cours de l'année 2005.

Graphique 2 Évolution des PEL : encours et taux de croissance annuel

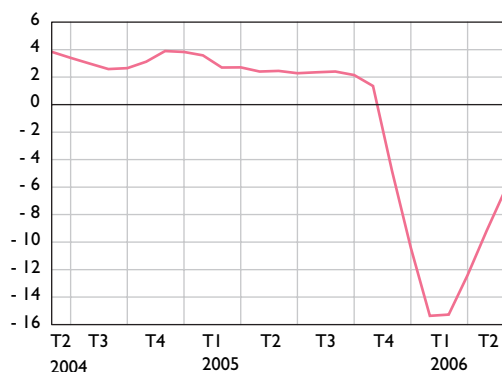
(encours en milliards d'euros ; taux de croissance annuel en %)



³ Cet encours de fin d'année inclut le montant correspondant à la capitalisation des intérêts acquis en 2005 (estimé à 7 milliards d'euros). Celle-ci intervient en décembre de chaque année conformément à l'article R 315-29 du code de la construction : « Les sommes inscrites au compte du souscripteur d'un plan d'épargne logement portent intérêt, à un taux fixé par arrêté du ministre chargé des Finances et du ministre chargé de la Construction et de l'habitation. Au 31 décembre de chaque année, l'intérêt s'ajoute au capital et devient lui-même productif d'intérêt ».

**Graphique 3 Évolution des PEL :
taux de croissance sur trois mois annualisé**

(en %, données CVS)



3| Des avoirs principalement réemployés hors des bilans bancaires

On peut dès lors s'interroger sur la destination des fonds sortis des anciens PEL. Les placements concurrents susceptibles de bénéficier de la réallocation de ces fonds sont principalement les comptes sur livret et les dépôts à terme (à moins de deux ans et à plus de deux ans hors PEL), les OPCVM (monétaires et non monétaires) et les contrats d'assurance-vie.

Les graphiques ci-après illustrent l'évolution des encours de ces différents types de placements depuis fin 2001 (cf. graphiques 4).

Les dépôts à terme inférieurs à deux ans connaissent un dynamisme prononcé, puisque leur taux de progression s'établit en moyenne à 17 % depuis décembre 2005 en rythme annuel, dépassant ainsi les niveaux atteints fin 2001.

La situation apparaît plus contrastée pour les comptes sur livret. Le taux de croissance annuel peine à dépasser 4 % depuis le début 2006, de même que le taux sur trois mois annualisé, qui s'établit à 3,5 % en juin, en dépit d'une accélération sensible observée en février et mars 2006.

La collecte des OPCVM monétaires est en hausse depuis la fin de l'année 2005, en dépit d'un léger essoufflement observé en mai et en juin : les flux de placements en titres d'OPCVM monétaires cumulés sur la période janvier-juin 2006 atteignent ainsi près de 14,5 milliards d'euros tandis que le taux de croissance sur trois mois annualisé (CVS) de l'encours s'établit à 4,8 % en juin, après 7,7 % en mai et 9,2 % en avril.

Les dépôts à terme supérieurs à deux ans hors PEL connaissent de leur côté une timide reprise depuis février 2006, en particulier en rythme trimestriel annualisé, leur taux de progression redevenant positif en mars, pour la première fois depuis décembre 2005 (+ 0,4 %). Cette reprise se confirme largement en juin, le taux de progression sur trois mois annualisé atteignant 20,8 %, après 6,5 % en mai. Le flux CVS observé pour juin s'établit d'ailleurs à un niveau jamais atteint depuis août 1998 (3,6 milliards d'euros).

Le taux de croissance annuel des titres d'OPCVM non monétaires, en forte augmentation depuis mars 2005, dépasse 10 % depuis le début 2006 et peut être estimé à 10,4 % en juin 2006 ⁴.

S'agissant des placements en assurance-vie des ménages, le taux de croissance annuel de l'encours est redevenu supérieur à 10 % depuis le troisième trimestre de 2005, atteignant 10,6 % en décembre, 11,8 % en mars 2006 et 10,9 % en juin 2006. En outre, l'essor de la collecte au premier semestre 2006 a principalement concerné les supports en unités de compte dont les flux de souscription nette cumulés sur le semestre peuvent être estimés à près de 32 milliards d'euros, contre un peu moins de 11 milliards au premier semestre 2005 ⁵.

Le tableau 3, ci-après, illustre la singularité de l'évolution des PEL ⁶ par rapport à celle des autres produits d'épargne et confirme que les placements directement concurrents ont enregistré un surcroît de souscriptions au premier semestre de 2006 par rapport au premier semestre de 2005.

Ce phénomène de décollecte au détriment d'un produit d'épargne traditionnel peut surprendre par son ampleur et sa rapidité s'agissant d'un placement

⁴ Calcul à partir des données mensuelles fournies par Fininfo

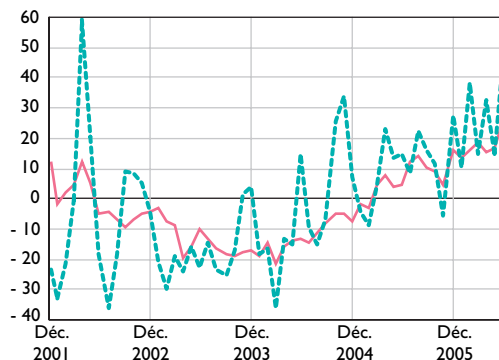
⁵ Estimations d'encours et de flux de souscription à partir des chiffres publiés par la FFSA

⁶ À titre d'explication complémentaire, on peut avancer l'hypothèse que les avoirs issus des retraits des PEL ont pu souvent servir à constituer l'apport personnel nécessaire aux acquisitions de logements des ménages.

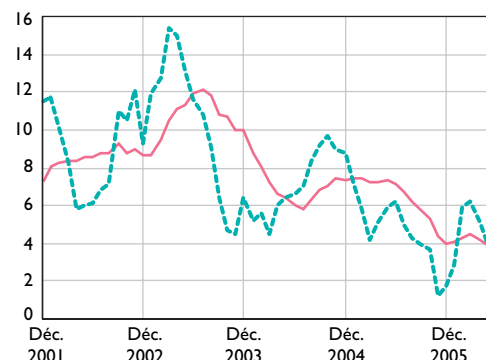
Graphiques 4 Évolution de quelques placements monétaires et financiers depuis décembre 1998 ^{a)}

(taux de croissance en %)

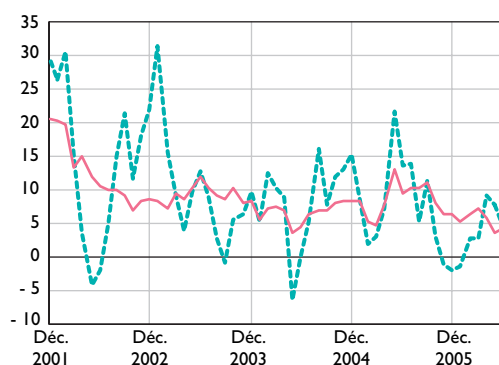
Dépôts à terme < 2 ans



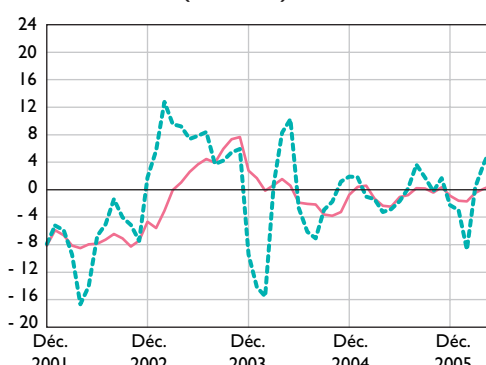
Comptes sur livret



Titres d'OPCVM monétaires



Dépôts à terme > 2 ans (hors PEL)

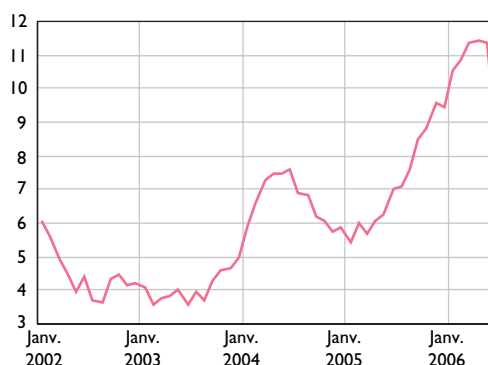


— Taux de croissance annuel brut

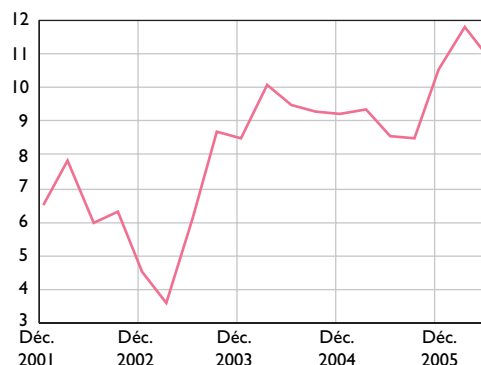
- - - Taux de croissance trimestriel annualisé (CVS)

Titres d'OPCVM non monétaires

(taux de croissance annuel en %, données brutes)

Contrats d'assurance-vie ^{b)}

(taux de croissance annuel en %, données brutes)



a) Sources : Banque de France (DESM – SASM) pour les dépôts à terme, les comptes sur livret et les OPCVM monétaires, Banque de France (DESM – SESOF) pour les contrats d'assurance-vie, et Fininfo pour les OPCVM non monétaires. Les taux de croissance sont calculés à partir de données mensuelles, sauf pour les contrats d'assurance-vie, de fréquence trimestrielle.

b) Les données relatives aux contrats d'assurance-vie pour le mois de juin 2006 sont estimées en appliquant à l'encours de juin 2005, issu des comptes financiers trimestriels, le taux de variation annuel de l'encours publié par la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) pour juin 2006.

Tableau 3 PEL, OPCVM et assurance-vie : flux de placements trimestriels et semestriels

(en milliards d'euros)

	PEL a) c)	Dépôts à terme < 2 ans c)	Comptes sur livret c)	OPCVM non monétaires commercialisés b)	OPCVM monétaires c)	Contrats d'assurance-vie d)
Mars 2005	0,3	1,7	6,3	9,2	11,2	22,1
Juin 2005	- 1,3	0,8	2,5	10,7	9,2	16,9
1^{er} semestre 2005	- 1,0	2,6	8,8	19,9	20,4	39,0
Mars 2006	- 10,3	3,1	8,3	19,0	13,8	39,0
Juin 2006	- 6,0	4,5	0,1	9,5	0,8	24,1
1^{er} semestre 2006	- 16,2	7,5	8,4	28,5	14,5	63,1
Écart entre le 1^{er} semestre 2006 et le 1^{er} semestre 2005	- 15,3	5,0	- 0,4	8,6	- 5,8	24,1

a) Sorties cumulées sur six mois pour les PEL (variation nette des encours et capitalisation des intérêts 2005)

b) Source : Fininfo (exclusion des fonds dédiés)

c) Sources : statistiques monétaires

sans risque dont le rendement net reste, somme toute, assez attractif, du moins pour ce qui concerne les PEL les plus anciens. Il incite en tout état de cause à souligner la nécessité d'assurer aux épargnants l'accès à une information claire, complète et précise sur le couple rendement-risque des différentes formules de placement qui peuvent leur être proposées à titre d'alternative.

4| Les incidences sur les établissements de crédit

4| I Un apport positif, au moins à court terme, aux résultats des banques cotées

En vertu des dispositions de l'avis du Conseil national de la comptabilité n° 2006-02 du 31 mars 2006, applicables aux comptes sociaux et consolidés ouverts à partir du 1^{er} janvier 2005, les établissements de crédit doivent provisionner à chaque arrêté

comptable et pour chaque génération de PEL, les pertes anticipées actualisées sur l'épargne logement résultant de l'octroi de prêts (respectivement de la collecte de ressources) à des conditions inférieures (respectivement supérieures) aux taux de marché. La disparition d'une partie notable de dépôts au prix de revient relativement élevé a donc autorisé des reprises de provisions qui ont amélioré de manière significative les résultats du premier trimestre de 2006 des banques cotées ⁷ (cf. encadré).

Parallèlement, le calcul des résultats sur l'épargne logement doit également prendre en considération l'option accordée aux clients d'obtenir un crédit à un taux fixé contractuellement. La valeur de cette option est actuellement très faible, eu égard au niveau des taux pratiqués sur les crédits non réglementés encore sensiblement inférieur à celui des prêts d'épargne logement. Elle pourrait toutefois peser beaucoup plus lourd à partir du moment où les taux non réglementés dépasseraient le taux applicable sur les prêts de la dernière génération de PEL (4,20 %).

⁷ Si on prend comme hypothèse que le coût moyen des PEL d'une ancienneté de moins de 10 ans s'élevait à fin décembre 2005 à 2,5 %, la part de ces derniers à 50 % et le taux moyen de l'ensemble du stock à 3,6 %, alors le coût moyen des PEL d'une ancienneté supérieure à 10 ans aurait été de 4,7 % alors que le taux de l'OAT 10 ans s'élevait à 3,4 % à la même date.

ENCADRÉ

L'incidence de la décollecte des PEL sur les comptes des banques

L'incidence sur les comptes des établissements de crédit des reprises de provisions consécutives à la décollecte observée sur les PEL a été évoquée dans les communications financières de nombreux groupes bancaires depuis la fin 2005 :

- le Crédit agricole a ainsi annoncé des reprises de provisions sur les PEL d'un montant de 170 millions d'euros pour le premier trimestre 2006 s'agissant des caisses régionales, soit 11,6 % de leur résultat brut d'exploitation ;
- de même, l'augmentation du résultat brut d'exploitation de LCL, au premier trimestre 2006 par rapport au premier trimestre 2005, est ramenée de + 41,5 % à + 10,8 %, hors effet des reprises de provisions sur les PEL, et la progression du produit net bancaire réduite à + 4,4 % au lieu de + 12,2 % ;
- l'effet est également sensible pour la Société générale dont le produit net bancaire des réseaux France s'inscrit en hausse de 14,1 % au deuxième trimestre, par rapport à la même période de référence, et de 11,9 % sur le premier semestre 2006. Hors effet des reprises de provisions sur les PEL/CEL, ces augmentations reviennent, respectivement, à + 5,3 % et + 7,3 % ;
- pour le groupe Crédit du Nord, la hausse du produit net bancaire au premier semestre 2006 est ramenée de + 12,4 % à + 9,8 % après neutralisation des reprises de provisions sur les PEL/CEL ; la progression du résultat brut d'exploitation consolidé est ramenée de + 24,1 % à + 16,2 % ;
- BNP Paribas affiche de son côté un produit net bancaire de la banque de détail en France en hausse de + 11,2 % au deuxième trimestre 2006 par rapport à la même période de 2005. Cette progression est ramenée à + 5,8 % hors effet des reprises de provisions sur les PEL/CEL.

Sources : rapports annuels et communiqués de presse

4|2 Un effet potentiellement sensible sur l'équilibre emplois/ressources des établissements de crédit

La décollecte des PEL affecte mécaniquement l'équilibre emplois/ressources à long terme du bilan des banques, ainsi que le montre le tableau 4.

La divergence des évolutions observées entre les ressources longues et les crédits à plus d'un an pourrait conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une transformation des échéances plus intensive de la part des banques, et donc à une plus forte

exposition au risque de taux. On note cependant que les flux de dépôts à long terme cumulés sur trois mois redeviennent positifs au deuxième trimestre, probablement en lien avec la récente reprise des dépôts à terme de plus de deux ans hors PEL (cf. graphique 4).

Par ailleurs, les flux de titres de créance à plus de deux ans émis par les établissements de crédit au cours du premier semestre de 2006 sont soutenus (cf. graphique 5), leur cumul sur six mois augmentant sensiblement par rapport au semestre précédent (31,8 milliards d'euros en juin 2006, au lieu de 23,4 milliards en décembre 2005).

Tableau 4 Flux de crédits et de dépôts auprès du secteur privé – 1^{er} semestre 2006

(en milliards d'euros)

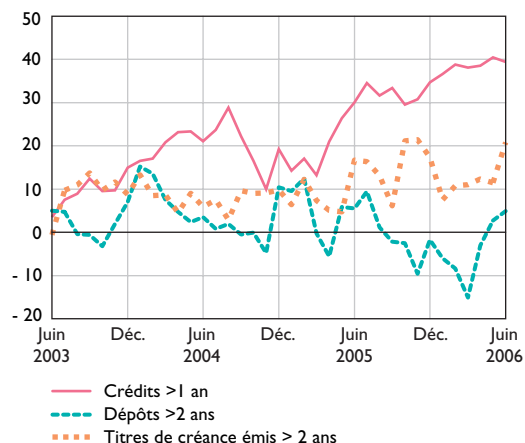
	Janvier	Février	Mars	Cumul T1	Avril	Mai	Juin	Cumul T2	Cumul 1 ^{er} semestre
Crédits > 1 an	10,1	10,6	17,5	38,2	10,5	12,5	16,4	39,4	77,5
dont crédits > 5 ans	8,2	9,0	14,6	31,8	8,4	9,1	14,2	31,6	63,4
Dépôts > 2 ans	0,3	- 8,0	- 7,4	- 15,1	12,3	- 2,2	- 5,2	4,9	- 10,2

Source : Eurosystème

Graphique 5 Flux cumulés sur trois mois

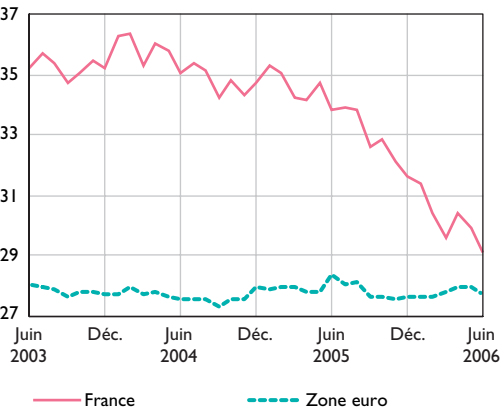
Dépôts > 2 ans et crédits > 1 an

(en milliards d'euros)

**Graphique 6 Encours de dépôts > 2 ans**

(y compris dépôts remboursables avec un préavis > 3 mois) rapportés à l'encours de crédits > 1 an

(en %)



Au total, l'évolution du rapport entre les dépôts à plus de deux ans et les crédits à plus d'un an (mesurés en encours) marque une nette rupture depuis

juin 2005, avec une baisse assez sensible mais aussi une convergence vers les niveaux atteints en moyenne par ce ratio dans la zone euro (cf. graphique 6).

Annexe

Tableau 5 Taux des prêts d'épargne logement

(en %)

CEL		PEL	
Période d'ouverture	Taux	Période d'ouverture	Taux
Du 16 mai 1986 au 15 février 1994	4,25	Du 16 mai 1986 au 7 février 1994	6,32
Du 16 février 1994 au 15 juin 1998	3,75	Du 8 février 1994 au 22 janvier 1997	5,54
Du 16 juin 1998 au 31 juillet 1999	3,50	Du 23 janvier 1997 au 9 juin 1998	4,80
Du 1 ^{er} août 1999 au 30 juin 2000	3,00	Du 10 juin 1998 au 25 juillet 1999	4,60
Du 1 ^{er} juillet 2000 au 31 juillet 2003	3,50	Du 26 juillet 1999 au 30 juin 2000	4,31
Depuis le 1 ^{er} août 2003	3,00	Du 1 ^{er} juillet 2000 au 31 juillet 2003	4,97
		Depuis le 1 ^{er} août 2003	4,20

Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne

Émilie CRÉTÉ

Direction de la Coordination pour la Stabilité financière

Service des Relations avec la Place

La transposition de la directive européenne « Prospectus » dans le droit national (Loi Breton du 26 juillet 2005 et Règlement général de l'Autorité des marchés financiers — AMF) a entraîné une réduction du périmètre d'application de l'appel public à l'épargne français mais aussi un renforcement des obligations légales qui en découlent. Alors qu'un certain nombre d'offres de valeurs mobilières n'entrent plus dans le champ de l'appel public à l'épargne, les opérations y demeurant comportent désormais des obligations plus fortes en matière d'information pour les émetteurs.

Cette évolution est d'importance puisqu'elle scinde plus distinctement les opérations de levée de fonds en deux catégories : celles relevant de l'appel public à l'épargne, soumises à des contraintes légales fortes et les autres soumises à une régulation beaucoup plus souple. En pratique, un régime intermédiaire allégé existe : l'appel public à l'épargne avec une dispense de prospectus.

Cet article vise à rappeler les nouvelles frontières de l'appel public à l'épargne français définies par la loi et le Règlement général de l'AMF et ses conséquences pour la Place.

Mots-clés : Appel public à l'épargne, prospectus, investisseur qualifié, émetteur

Codes JEL : G18, G28, G38, K2

La directive européenne « Prospectus », adoptée le 4 novembre 2003, a renforcé l'efficacité de la procédure du passeport européen en harmonisant les exigences d'information pour les émetteurs. Elle leur permet de réaliser une opération par appel public à l'épargne à partir d'un seul et même document d'information, le prospectus, dans toute l'Union sans l'autorisation préalable du régulateur du pays d'accueil. Cette directive a modifié le régime d'appel public à l'épargne français et a, par ailleurs, introduit une nouvelle définition harmonisée des investisseurs qualifiés.

I | Définition de l'appel public à l'épargne

La notion d'appel public à l'épargne n'a pas été modifiée par la directive et est définie dans le *Code monétaire et financier* (article L.411-1) par deux types d'opération :

- « l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé » ;
- « l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement ».

Une opération réalisée par appel public à l'épargne entraîne l'obligation, au préalable, d'établir un prospectus, soumis au visa de l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui contient des informations sur les caractéristiques de l'opération (contenu, modalités) et sur l'émetteur (organisation, situation financière, évolution de l'activité, etc.) et de le diffuser ensuite auprès des investisseurs. Par ailleurs, les émetteurs faisant appel public à l'épargne sont soumis à une obligation d'information périodique et permanente (publication des comptes financiers, informations relatives au gouvernement d'entreprise et au contrôle interne, etc.).

La notion d'appel public à l'épargne vise donc à assurer la protection de l'investisseur en lui fournissant les informations nécessaires pour fonder son jugement sur l'opportunité de l'investissement.

Par opposition, les opérations classées hors champ de l'appel public à l'épargne exemptent l'émetteur des

obligations d'information du public et en particulier de la diffusion d'un prospectus préalablement à l'opération financière.

2 | Nouveau périmètre d'application de l'appel public à l'épargne

Le champ d'application très large de l'appel public à l'épargne se définit plus aisément *a contrario* c'est-à-dire par les cas d'exemption dont le nombre a toutefois augmenté avec la transposition de la directive « Prospectus ».

2 | I Cas d'exclusion de l'appel public à l'épargne

Avant l'entrée en vigueur de la directive, le critère d'exclusion du champ de l'appel public à l'épargne se limitait au type de public destinataire de l'offre. Ainsi, étaient exclues du champ de l'appel public à l'épargne les offres s'adressant à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs (composé de moins de 100 personnes liées aux dirigeants de l'émetteur par des relations personnelles à caractère professionnel ou familial) agissant pour compte propre.

Aujourd'hui, le champ d'exclusion de l'appel public à l'épargne a été étendu à d'autres types d'investisseurs. En effet, la liste des investisseurs qualifiés a été allongée (cf. encadré 1 et annexe), la notion de cercle restreint est désormais moins restrictive (seul subsiste le critère quantitatif : moins de 100 personnes) et une troisième catégorie d'investisseurs donnant lieu à une exclusion du champ de l'appel public à l'épargne a été ajoutée : les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) pour compte de tiers.

L'introduction de nouveaux critères sur le type d'émetteurs et le montant de l'offre contribue également à élargir le champ d'exclusion de l'appel public à l'épargne.

Les émetteurs, désormais exemptés des obligations qui découlent du régime de l'appel public à l'épargne, sont :

- les États membres de l'Espace économique européen (EEE) ;

- les organismes publics internationaux dont la France fait partie ;
- la BCE et les banques centrales de l'EEE ;
- les organismes de placement collectif (OPC).

Il convient de noter que les États membres de l'EEE et les organismes publics internationaux dont la France fait partie étaient déjà dispensés de publier un prospectus.

Par ailleurs, l'émission ou la cession d'instruments financiers (en l'absence d'admission sur un marché réglementé) par une société anonyme (SA), une société en commandite par actions (SCA) ou une autre forme sociale équivalente de droit étranger ne constitue pas une opération par appel

public à l'épargne dès lors qu'elle présente l'une des caractéristiques suivantes :

- son montant total n'excède pas 100 000 euros ;
- son montant total est compris entre 100 000 euros et 2,5 millions d'euros et ne représente pas plus de 50 % du capital de l'émetteur ;
- son montant par opération et par investisseur est supérieur à 50 000 euros ;
- la valeur nominale des instruments financiers s'élève au moins à 50 000 euros.

Le périmètre français d'exclusion de l'appel public à l'épargne a donc été substantiellement étendu même s'il demeure plus restrictif que celui prévu par la directive ¹.

ENCADRÉ I

Une nouvelle définition des investisseurs qualifiés

Afin de rendre conforme le droit français à la directive « Prospectus » qui introduit une définition harmonisée des investisseurs qualifiés, le décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 allonge la liste des personnes morales et physiques reconnues comme investisseurs qualifiés ou éligibles à ce statut.

Rappelons qu'un investisseur qualifié est réputé comme tel s'il dispose des « compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers » (art. L411-2 du Code monétaire et financier).

Le droit français identifie aujourd'hui deux catégories d'investisseurs qualifiés : les investisseurs qualifiés de droit et les investisseurs qualifiés sur option.

• Les investisseurs qualifiés de droit regroupaient initialement ¹ les investisseurs institutionnels agissant pour compte propre (établissements de crédit, entreprises d'investissement, sociétés d'assurance, sociétés de gestion d'OPCVM) et les grandes entreprises non financières principalement. Aujourd'hui s'ajoutent pour l'essentiel à ces anciennes catégories : les États membres de l'OCDE, la Banque centrale européenne et les banques centrales de l'OCDE, les organismes financiers publics internationaux dont la France fait partie, les sociétés de gestion agissant pour compte de tiers, le fonds de réserve de retraites, les intermédiaires en marchandises et les investisseurs qualifiés reconnus comme tels dans un autre pays de l'EEE.

• Les investisseurs qualifiés sur option constituent une nouvelle catégorie qui peut bénéficier du statut d'investisseur qualifié sur demande en s'inscrivant comme tel dans un fichier prévu à cet effet par l'AMF. Il s'agit des petites et moyennes entreprises (remplissant au moins deux des trois critères suivants : effectifs inférieurs à 250 personnes, bilan inférieur à 43 millions d'euros, chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros) et des personnes physiques qui remplissent certaines conditions de revenu et d'expérience en matière financière (au moins deux des trois critères suivants : portefeuille financier supérieur à 500 000 euros, réalisation d'opérations financières récurrentes, expérience professionnelle d'au moins un an dans le secteur financier).

¹ Décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998

¹ Par exemple, s'agissant du montant des offres, la réglementation française a ajouté le seuil sur la quotité du capital (< 50 %). Par ailleurs, le droit français n'a pas retenu les associations et les collectivités locales parmi les émetteurs exclus du régime de l'appel public à l'épargne.

2|2 Cas de dispense de prospectus

Certaines opérations réalisées par appel public à l'épargne bénéficient d'un régime allégé qui dispense les émetteurs de publier un prospectus tout en les soumettant aux obligations d'information périodique et permanente prévues par le Règlement général de l'AMF.

Il s'agit principalement :

- des émissions d'actions n'entraînant pas d'augmentation de capital ;
- des instruments financiers offerts à l'occasion d'une offre publique d'échange, d'une opération équivalente étrangère, d'une fusion, d'une scission ou d'un apport d'actifs ;
- des instruments financiers offerts aux salariés, aux administrateurs ou aux actionnaires ;
- des actions représentant moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises sur le même marché ;
- des instruments financiers déjà admis sur un autre marché réglementé sous certaines conditions ;
- des émissions ou cessions d'instruments financiers par un émetteur autre qu'une SA ou une SCA dont le montant de l'offre respecte les critères d'exclusion de l'appel public à l'épargne.

Ces cas de dispense, déjà présents dans le cadre réglementaire français, n'ont pas été sensiblement modifiés par la transposition de la directive « Prospectus ».

Certaines conditions ont toutefois été assouplies².

3| Implications pour la Place

La notion d'appel public à l'épargne, en garantissant un niveau minimum d'information aux investisseurs, participe de la protection de l'épargne, de la transparence des marchés et par conséquent de la stabilité financière. L'élargissement du périmètre d'exclusion de l'appel public à l'épargne n'a pas pour vocation de réduire ce niveau de protection mais permet d'opérer une distinction plus fine et plus opérante entre ce qui relève du domaine grand public et du domaine professionnel. L'approche discriminante par type de clientèle a été affinée et complétée par une prise en compte du profil de risque de l'émetteur et de l'importance de l'opération (cf. encadré 2).

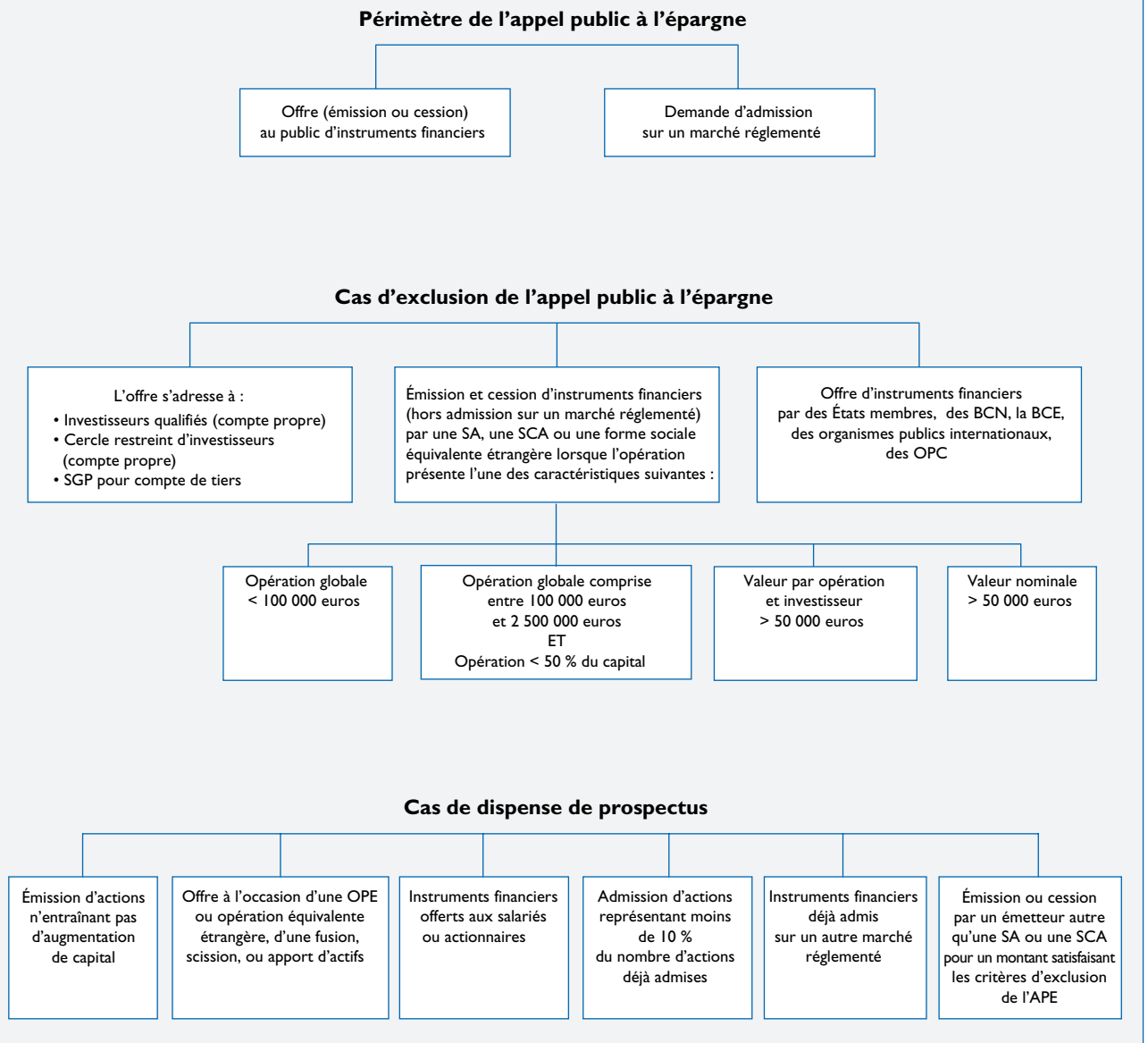
Ce nouveau régime apporte plus de souplesse et de flexibilité en responsabilisant davantage les investisseurs avertis tout en renforçant et en ciblant les exigences sur les opérations qui comportent un risque non négligeable et qui sont destinées à une clientèle non initiée et vulnérable. Ce dispositif à la fois plus protecteur pour les investisseurs qui en ont le plus besoin et moins contraignant pour les émetteurs à forte réputation ou qui ne ciblent pas un large public contribue ainsi à une meilleure efficacité de la régulation.

Le marché des titres de créances négociables (TCN) est particulièrement affecté par ce nouveau dispositif puisque, désormais, la totalité des émetteurs de titres de créances négociables sont exonérés ou dispensés de l'obligation de publier un prospectus. En effet, les titres à maturité inférieure à douze mois n'entrent pas dans le champ d'application de la directive « Prospectus ». Quant aux émetteurs de bons à moyen terme négociables (BMTN), une large part (sociétés anonymes, sociétés en commandite par actions ou forme sociale étrangère équivalente) est exclue du champ de l'appel public à l'épargne du fait de la valeur faciale des TCN supérieure à 50 000 euros tandis que les autres formes sociales sont dispensées de prospectus.

² À titre d'exemple, les instruments financiers doivent être admis sur un autre marché réglementé depuis plus de dix-huit mois désormais (et non plus de trois ans) pour dispenser leur émetteur de prospectus en cas de demande d'admission sur un marché français.

ENCADRÉ 2

Schéma synthétique du nouveau régime d'appel public à l'épargne (APE)



Annexe

Décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 modifiant le chapitre I^{er} du titre I^{er} du livre IV de la partie réglementaire du Code monétaire et financier

NOR : ECOT0620060D

Le Premier ministre,

Sur le rapport du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie,

Vu le *Code des assurances* ;

Vu le *Code monétaire et financier*, notamment son article L. 411-2 ;

Vu le *Code de la mutualité* ;

Vu le *Code de la sécurité sociale* ;

Vu l'ordonnance n° 45-2710 du 2 novembre 1945 relative aux sociétés d'investissement ;

Vu l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale, notamment son article 1^{er} ;

Vu la loi n° 72-650 du 11 juillet 1972 modifiée portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, notamment son article 4 ;

Vu la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, notamment son article 1^{er} ;

Vu la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie,

Décète :

Article 1^{er} – Les articles D. 411-1 et D. 411-2 du *Code monétaire et financier* sont remplacés par les articles D. 411-1 à D. 411-4 ainsi rédigés :

« Art. D. 411-1. – **I.** – Ont la qualité d'investisseurs qualifiés au sens de l'article L. 411-2 lorsqu'ils agissent pour compte propre :

« 1° Les établissements de crédit et les compagnies financières mentionnés respectivement à l'article L. 511-9 et à l'article L. 517-1 ;

« 2° Les institutions et services mentionnés à l'article L. 518-1 ;

« 3° Les entreprises d'investissement mentionnées à l'article L. 531-4 ;

« 4° Les sociétés d'investissement mentionnées à l'article 6 de l'ordonnance du 2 novembre 1945 susvisée ;

« 5° Les organismes de placement collectif mentionnés à l'article L. 214-1 et les sociétés de gestion d'organisme de placement collectif mentionnées à l'article L. 543-1 ;

« 6° Les sociétés d'assurance et les sociétés de réassurance mentionnées, respectivement, au premier alinéa de l'article L. 310-1 et à l'article L. 310-1-1 du *Code des assurances* ;

« 7° Les sociétés de groupe d'assurance mentionnées à l'article L. 322-1-2 du *Code des assurances* ;

« 8° Les institutions de prévoyance mentionnées à l'article L. 931-1 du *Code de la sécurité sociale* ;

« 9° Le fonds de réserve pour les retraites mentionné à l'article L. 135-6 du *Code de la sécurité sociale* ;

« 10° Les mutuelles et unions de mutuelles relevant du livre II du *Code de la mutualité* autres que celles mentionnées à l'article L. 510-2 du même code ;

« 11° Les compagnies financières *holdings* mixtes mentionnées à l'article L. 517-4 et au 9° de l'article L. 334-2 du *Code des assurances* ;

« 12° Les États membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques ;

« 13° La Banque centrale européenne et les banques centrales des États membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques ;

« 14° Les organismes financiers internationaux à caractère public auxquels la France ou tout autre État membre de l'Organisation de coopération et de développement économiques fait partie ;

« 15° La Caisse d'amortissement de la dette sociale instituée par l'article 1^{er} de l'ordonnance du 24 janvier 1996 susvisée ;

« 16° Les sociétés de capital-risque mentionnées à l'article 1^{er} de la loi du 11 juillet 1985 susvisée ;
« 17° Les sociétés financières d'innovation mentionnées au III de l'article 4 de la loi du 11 juillet 1972 susvisée ;
« 18° Les intermédiaires en marchandises ;
« 19° Les entités remplissant au moins deux des trois critères suivants :
 « • effectifs annuels moyens supérieurs à 250 personnes ;
 « • total du bilan supérieur à 43 millions d'euros ;
 « • chiffre d'affaires ou montant des recettes supérieur à 50 millions d'euros.
« Ces critères sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou, à défaut, des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes.

« **II.** – Ont également la qualité d'investisseurs qualifiés, lorsqu'ils agissent pour compte propre et à partir du jour de réception de l'accusé de réception attestant de leur inscription sur le fichier mentionné à l'article D. 411-3 :

« 1° Les entités qui remplissent au moins deux des trois critères suivants :

- « • effectifs annuels moyens inférieurs à 250 personnes ;
- « • total du bilan inférieur à 43 millions d'euros ;
- « • chiffre d'affaires ou montant des recettes inférieur à 50 millions d'euros.

« Ces critères sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou, à défaut, des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes. La décision d'inscription sur le fichier mentionné à l'article D. 411-3 est prise, selon le cas, par le conseil d'administration, par le directoire, par le ou les gérants, ou par l'organe de gestion de l'entité ;

« 2° Les personnes physiques remplissant au moins deux des trois critères suivants :

- « • la détention d'un portefeuille d'instruments financiers d'une valeur supérieure à 500 000 euros ;
- « • la réalisation d'opérations d'un montant supérieur à 600 euros par opération sur des instruments financiers, à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ;
- « • l'occupation pendant au moins un an, dans le secteur financier, d'une position professionnelle exigeant une connaissance de l'investissement en instruments financiers.

« **III.** – Ont également la qualité d'investisseur qualifié :

« 1° Les entités mentionnées au I lorsqu'elles agissent pour le compte d'un organisme de placement collectif ou d'un investisseur qualifié appartenant à l'une des catégories mentionnées au I ou au II ;

« 2° Les prestataires de services d'investissement lorsqu'ils agissent dans le cadre d'une activité de gestion de portefeuille pour le compte de leur mandant.

« Art. D. 411-2. - Ont également la qualité d'investisseurs qualifiés les personnes physiques ou entités reconnues investisseurs qualifiés dans les États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, conformément aux dispositions de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

« Art. D. 411-3. - Les personnes ou entités mentionnées au II de l'article D. 411-1 qui en font la demande et déclarent sous leur responsabilité réunir les critères mentionnés au II de l'article D. 411-1 sont inscrites dans un fichier tenu par l'Autorité des marchés financiers selon les modalités fixées par son règlement général. Ces personnes ou entités peuvent renoncer à tout moment à leur qualité d'investisseur qualifié en accomplissant les formalités fixées par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

« Art. D. 411-4. - Le seuil mentionné au dernier alinéa du II de l'article L. 411-2 est fixé à 100. »

Article 2 – Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie est chargé de l'exécution du présent décret, qui sera publié au *Journal officiel de la République française*.

Fait à Paris, le 16 mai 2006.

Par le Premier ministre, Dominique De VILLEPIN

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Thierry BRETON

Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain

Erwan GAUTIER

Banque de France

Service de Recherche en Économie et en Finance

Groupe de Recherche en Économie et Statistique – GRECSTA

Les publications de statistiques macroéconomiques contribuent à rythmer l'activité des marchés financiers. Chaque information y est analysée, interprétée et en théorie intégrée aux anticipations des agents. Sous l'hypothèse, plus ou moins forte, d'efficience de marchés, les prix des actifs reflètent alors ces anticipations notamment sur l'activité future. Trois variables issues des marchés monétaire et financier sont particulièrement retenues par la littérature théorique et empirique pour leur pouvoir prédictif : la masse monétaire, la courbe des taux et les indices boursiers. Comment utiliser l'information issue de ces variables pour l'analyse conjoncturelle ? Peut-on s'y fier pour décrire les fluctuations économiques futures ?

L'approche proposée par Grégoir et Lenglart (2000) permet de répondre à ce type de questions. Leur modèle a la particularité de mettre l'accent sur l'innovation — i.e. l'information non anticipée — que chaque publication peut apporter et non sur la série brute et dont l'analyse permet de diagnostiquer le positionnement de l'économie dans le cycle d'activité.

À partir de cette approche, deux indicateurs sont construits pour analyser et exploiter l'information nouvelle contenue dans les statistiques de l'économie américaine :

- le premier indicateur est construit à partir des innovations issues de variables macroéconomiques telles que l'indice de production industrielle. Il permet de détecter quasiment en temps réel et sans « faux signaux » la plupart des récessions et des ralentissements, en les distinguant. Cet indicateur fournit ainsi une grille de lecture précise des évolutions du cycle économique américain des quarante dernières années ;*
- le deuxième indicateur est estimé à partir des données financières, il a présenté jusqu'à présent de bonnes qualités prédictives de l'activité réelle avec une avance sur l'indicateur réel dans la détection des récessions variant de six à dix-huit mois. Alors que cet indicateur financier a enregistré une forte baisse au cours des derniers mois, l'évolution économique prochaine des États-Unis permettra de confirmer ou non sa capacité prédictive.*

Mots-clés : cycle d'affaires, indicateurs avancés

Codes JEL : C32, E32, E44

NB : Cette étude est une actualisation de la Note d'Études et de Recherche n° 128 parue en 2005 et d'un article à paraître dans la revue Économie et Prévision sous le titre « Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », deux documents co-écrits avec B. Bellone et S. Le Coent. L'auteur tient à remercier B. Bellone pour ses remarques et suggestions.

Détecter les retournements du cycle économique est l'un des objectifs essentiels du conjoncturiste. Ceci intéresse également les décideurs qui cherchent à stabiliser l'économie au cours du cycle. De ce fait, de nombreux travaux ont eu pour objectif d'identifier voire d'anticiper les retournements conjoncturels à l'aide d'indicateurs synthétiques.

La plupart de ces indicateurs utilisent des statistiques infra-annuelles telles que l'indice de production industrielle, le produit intérieur brut, le taux de chômage, etc. Ces indicateurs présentent souvent un inconvénient majeur : ils peuvent être soumis à des révisions significatives au cours du temps. En revanche, les marchés financiers fournissent des données en temps réel, les fluctuations de prix d'actifs étant censées refléter leurs anticipations. De nombreux indicateurs conjoncturels prennent maintenant en compte l'évolution des variables financières et monétaires et témoignent d'un pouvoir prédictif significatif (Chauvet, 1999 ; Chauvet et Potter, 2000 ; Chauvet et Potter, 2002). En effet, les réactions des marchés sont déterminées en partie par la publication de statistiques économiques et d'informations spécifiques telles que les événements politiques et sociaux majeurs. Ces nouvelles sont interprétées et analysées avant d'être incorporées aux anticipations des acteurs des marchés financiers. Ceux-ci modifient alors leur position en fonction des changements intervenus ou perçus dans l'information publiée.

L'objet de cet article est de présenter en quoi une lecture particulière des informations par les marchés monétaire et financier permet d'anticiper les retournements conjoncturels. L'analyse empirique porte sur l'économie américaine. En effet, aux États-Unis, un grand nombre de statistiques et d'indicateurs sont publiés chaque mois avec un

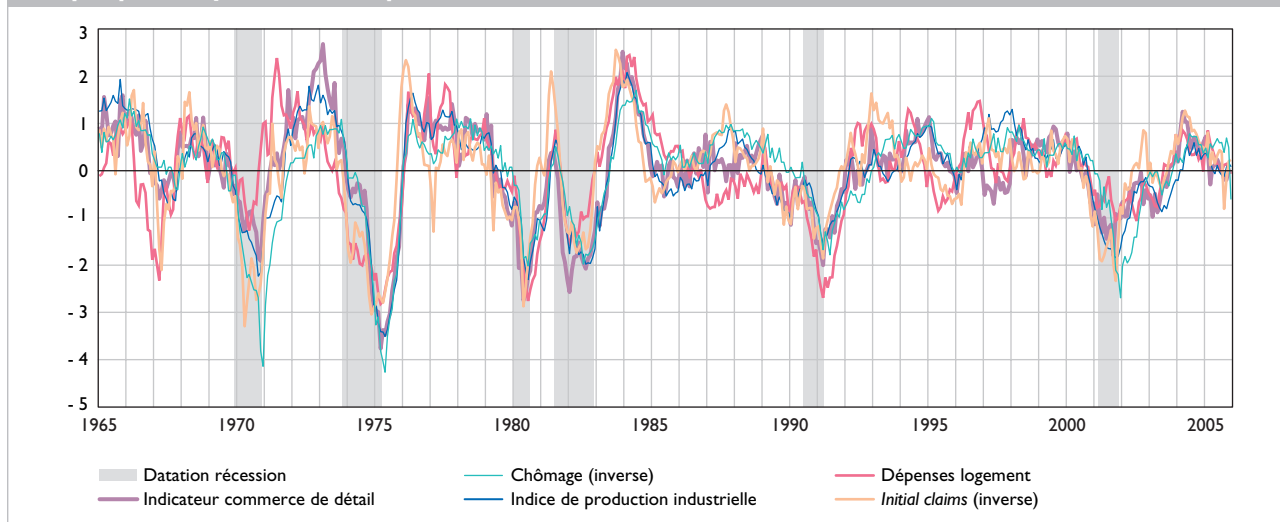
calendrier précis et affiché et sont suivis de très près par les marchés financiers. Par ailleurs, le long historique des séries (1960-2006) permet une analyse statistiquement plus robuste et une évaluation plus précise que dans d'autres zones.

Dans un premier temps, à partir des séries macroéconomiques, des « nouvelles » sont extraites, elles sont définies comme l'écart entre la statistique publiée et une prévision simple de la variable étudiée. Ces « surprises » conjoncturelles sont ensuite analysées à l'aide d'un modèle probabiliste et interprétées en termes de changement de « régime » dans le cycle économique. Dans un deuxième temps, en suivant la même démarche, les statistiques fournies par les marchés monétaire et financier sont modélisées. Les capacités prédictives de l'indicateur financier sont alors comparées à celles de l'indicateur réel. Selon les résultats, les données financières auraient permis d'anticiper la plupart des récessions de l'économie américaine au cours des quarante dernières années. L'avance sur les fluctuations de la sphère réelle qui est de l'ordre de plusieurs mois en moyenne, a semblé néanmoins s'éroder au cours des années quatre-vingt-dix. Par ailleurs, depuis la dernière récession, les signaux émis paraissent plus difficiles à interpréter.

I | Comprendre l'avance des variables financières

Représenter sur un même graphique un grand nombre de séries semble révéler l'existence d'un cycle commun (cf. graphique 1). Dans un premier temps, ce cycle doit toutefois être identifié avec précision. Quel modèle peut-on utiliser pour cet exercice ? Quelles séries utiliser ensuite pour prévoir les retournements conjoncturels ?

Graphique 1 Cycle économique : un co-mouvement de séries



III Décrire le cycle économique : quels indicateurs, quels modèles ?

Burns et Mitchell (1946) ont proposé de définir le cycle économique comme une alternance de phases d'expansion et de récession affectant simultanément la plupart des séries macroéconomiques. Deux caractéristiques principales se dégagent de cette définition et de sa mise en œuvre : d'une part le cycle économique peut-être caractérisé par la synchronisation de l'évolution de plusieurs séries (« co-mouvement »), d'autre part les phases de récession ont une durée plus courte que les expansions (cf. graphique 1).

La modélisation du co-mouvement lié au cycle économique nécessite une représentation vectorielle. La méthode utilisée consiste souvent à utiliser une analyse factorielle ou une analyse en composantes principales dynamiques (cf. encadré 1). On suppose qu'il existe une série sous-jacente à un ensemble de variables, qui en mesure le mouvement et les caractéristiques communs. Ce facteur commun est supposé représenter le cycle économique. Ce type d'indicateurs, couramment utilisé dans la mise en œuvre d'indicateurs synthétiques, est fondé sur les travaux de Stock et Watson (1989). Le *Chicago Fed National Activity Index* (CFNAI) en est un exemple, très souvent utilisé pour l'analyse conjoncturelle portant sur les États-Unis.

Toutefois, l'asymétrie des phases d'expansion et de récession peut difficilement être prise en compte par les modèles factoriels. En effet, l'asymétrie des phases suppose la présence de non-linéarités impossible à reproduire par un modèle linéaire. Aussi, les économistes ont-ils développé des méthodes utilisant des techniques probabilistes fondées sur les modèles à changements de régime (cf. encadré 1). Par exemple, Hamilton (1989) introduit une variable permettant de décrire deux états de la nature correspondant aux phases d'expansion et de récession. À l'aide du modèle non-linéaire ainsi construit, il reproduit l'asymétrie dans la durée des phases d'expansion et de récession.

Des travaux plus récents (Sichel, 1994), soulignent la nécessité de caractériser le cycle économique comme l'alternance non pas de deux phases expansion/récession mais de trois phases. Une récession serait suivie d'une phase de reprise très rapide où la croissance du PIB par exemple serait supérieure à la croissance potentielle. Puis, la croissance reprendrait un rythme comparable à la croissance potentielle avant de subir un ralentissement se transformant en récession. Selon Sichel (1994), ces trois phases s'expliqueraient par le comportement de stockage des entreprises. Cependant, il existe dans la littérature empirique peu d'indicateurs construits à l'aide d'un modèle où le cycle économique est supposé se composer de trois régimes (Ferrara, 2003).

ENCADRÉ I

Les principaux modèles de datation et détection des retournements conjoncturels**Méthode non-paramétrique : la procédure de Bry et Boschan (1971)**

Cette méthode permet une datation des retournements conjoncturels associés à une série macroéconomique. Les points de retournement sont les maxima (ou pics) et les minima (ou creux) locaux. Cette méthode nécessite de fixer par avance la durée minimale d'un cycle (15 mois) et la durée minimale d'une phase du cycle (6 mois). La procédure contient plusieurs étapes ; l'idée principale est qu'une valeur correspond à un maximum (respectivement minimum) local si les cinq valeurs de la série la précédant et la suivant dans le temps lui sont inférieures (respectivement supérieures).

Méthodes paramétriques

Elles supposent qu'il existe une série sous-jacente déterminant l'évolution cyclique des séries ; c'est cette variable que l'on cherche à modéliser.

Le co-mouvement : l'analyse factorielle

On suppose que la série sous-jacente représente le processus cyclique commun à toutes les séries. Chaque série peut alors être représentée par la somme d'une composante commune ou facteur commun F_t et d'une composante particulière u_{it} .

$$y_{it} = \lambda_i F_t + u_{it}$$

F_t et u_{it} sont le plus souvent représentés comme des processus autorégressifs. Ce modèle a notamment été introduit par Stock et Watson (1989).

L'asymétrie des phases : le modèle à changement de régime

L'asymétrie du cycle économique peut être représentée par des modèles à changement de régime introduits par Hamilton (1989). Dans ces modèles, la moyenne de la variable étudiée dépend de l'état de la nature (expansion ou récession), matérialisé par une variable dite d'état S_t qui vaut 1 en expansion et 0 en récession :

$$y_t - \mu_{s_t} = \varepsilon_t$$

où $\mu_{s_t} = \mu_0 (1 - S_t) + \mu_1 S_t$ avec $\mu_0 < \mu_1$ et S_t suit un processus markovien défini par une matrice de transition qui permet d'estimer des durées moyennes différentes entre les deux états.

Des combinaisons des modèles

Certains auteurs ont proposé des modèles permettant de tenir compte de l'asymétrie du cycle et du co-mouvement par combinaison et extension des deux précédents types de modèles :

- Chauvet (1999) introduit des modèles à facteurs où la moyenne du facteur commun est modélisée selon un changement de régime.
- Krolzig (1997) propose des modèles à changement de régime où la variable d'état détermine un cycle commun à un ensemble de variables.

I | 2 Marchés financiers et anticipations : quel lien ?

Les indicateurs conjoncturels construits à l'aide de statistiques macroéconomiques réelles présentent l'inconvénient de ne pas être disponibles en temps réel et d'être fréquemment révisés. Les enquêtes de conjoncture publiées de façon plus précoce et peu révisées complètent ces indicateurs. Toutefois, l'ensemble de ces données ne permet de livrer qu'un diagnostic limité car l'horizon prédictif offert est souvent court, en général inférieur à un trimestre.

Les marchés financiers analysent quant à eux en temps réel chaque information et modifient leurs anticipations en conséquence. Aussi les variables issues de ces marchés devraient-elles pouvoir fournir des indicateurs avancés des retournements conjoncturels. La littérature théorique et empirique retient essentiellement trois variables : la masse monétaire, les *spreads* de taux d'intérêt (différence entre un taux court à trois mois et un taux long à 10 ans, souvent identifiée à la courbe des taux) et les indices boursiers¹. Ces trois variables ont d'ailleurs un poids élevé dans le calcul du *Leading Indicator* du Conference Board, l'un des indicateurs conjoncturels les plus réputés aux États-Unis.

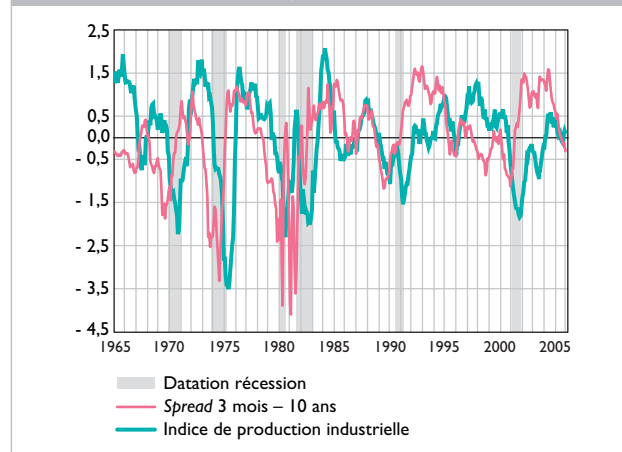
Quelques faits stylisés peuvent être rappelés ici pour illustrer l'importance de ces variables dans l'analyse des cycles.

En premier lieu, la plupart des récessions ont été précédées aux États-Unis d'un ralentissement de la croissance monétaire. Même si le lien de causalité n'est pas établi, il existe une relation statistique simple de corrélation entre les resserrements de la masse monétaire et la survenance de récessions aux États-Unis.

La courbe des taux semble également avoir un bon pouvoir prédictif du cycle réel : une réduction de l'écart de taux ou une inversion de la courbe des taux annonce généralement un ralentissement ou une récession.

Estrella (2005b) constate par exemple que, depuis 1950, la courbe des taux a permis de prévoir tous les retournements conjoncturels aux États-Unis².

Graphique 2 Avance des variables financières sur le cycle économique



C'est aussi ce que l'on observe sur le graphique 2, où sont représentés le taux de croissance de l'indice de la production industrielle et l'écart entre les taux à 3 mois et à 10 ans : une baisse rapide du *spread* précède systématiquement celle de l'indice de production et les datations officielles des récessions aux États-Unis. Estrella (2005a) montre *via* un modèle théorique à anticipations rationnelles que la capacité prédictive de l'écart de taux dépend de la forme de la fonction de réaction de la banque centrale et qu'elle est significative dans la plupart des cas.

Pour Brender et Pisani (2001), les anticipations des agents sont assez frustes, très inertes et peu différenciées selon les horizons. Le pouvoir prédictif de la pente de la courbe des taux reposerait alors sur le seul fait qu'elle donne une mesure correcte du caractère plus ou moins restrictif de la politique monétaire et donc du niveau des taux d'intérêts réels. Cette intuition est relayée par les travaux récents d'Ang et al. (2006) mettant en évidence le pouvoir prédictif légèrement supérieur des taux courts sur la courbe des taux.

La troisième variable utilisée pour la prévision de l'activité future est un indice boursier ; il est commun à de nombreux indicateurs avancés de la conjoncture américaine. Son avance sur les retournements conjoncturels est estimée à un trimestre (Estrella et Mishkin, 1998 ou Avouyi-Dovi et Matheron, 2003), mais il présente l'inconvénient de fournir aussi

¹ Moins fréquemment citée dans la littérature, une variable de *spread* d'obligations privées est introduite par Bellone et al. (2006). Le contenu prédictif de cette variable est toutefois plus faible.

² Mishkin (1990) montre que certains *spreads* de taux ont aussi un pouvoir prédictif sur l'inflation.

beaucoup de « faux signaux ». Toutefois, Wolfers et Zitzewitz (2004) montrent que l'information issue des marchés financiers peut être utilisée comme un moyen d'agréger des informations initialement dispersées et en faire un outil de prévision efficace : la prévision issue des marchés domine des modèles de prévision naïfs. En agrégeant les anticipations sur les profits et l'activité des entreprises, les marchés financiers pourraient fournir une prévision précise de l'activité future.

De manière générale, la justification du bon pouvoir prédictif des variables financières concernant les retournements du cycle économique peut être synthétisée en deux points :

- les marchés financiers permettent de mieux prévoir et détecter les retournements conjoncturels. Ils sont capables d'une part, d'analyser et d'intégrer l'information, d'autre part de laisser transparaître dans l'évolution de leurs cours des anticipations correctes quant à l'activité future ;
- les signaux envoyés par ces marchés sont le reflet des mécanismes de transmission de la politique monétaire.

Ce constat conduit à proposer un modèle probabiliste capable de prendre en compte la plupart des caractéristiques du cycle économique pour mieux l'identifier à l'aide de variables macroéconomiques, puis de construire un indicateur à l'aide des informations fournies par les anticipations des marchés financiers et de mesurer comment ceux-ci permettent d'anticiper les retournements de l'activité.

2| « Surprises » conjoncturelles et marché financiers

Comment interpréter et analyser les nouvelles contenues dans les statistiques macroéconomiques pour détecter les retournements conjoncturels ?

2 | I Modéliser les « surprises » conjoncturelles

Grégoir et Lengart (2000) proposent un outil de modélisation des cycles utilisant l'information nouvelle contenue dans chaque série au moment de sa mise à jour. La plupart des modèles permettant

de construire des indicateurs conjoncturels (modèles à facteurs, modèles à changement de régime, etc.) utilisent l'information quantitative brute contenue dans la série publiée. Ceci peut poser parfois des problèmes notamment pour la stabilité des modèles au cours du temps (Bellone et al., 2006). La principale originalité de l'indicateur de Grégoir et Lengart est de supposer que le conjoncturiste a besoin d'outils lui donnant des informations davantage sur le sens des évolutions conjoncturelles que sur leur ampleur. Il est ainsi possible d'extraire l'information qui va conduire le cycle économique alternativement vers une phase d'expansion ou de récession.

Le cadre formel de l'approche est exposé dans l'encadré 2. L'idée sur laquelle l'indicateur repose est qu'une période d'expansion (respectivement de récession) est systématiquement précédée par une série de signes avant-coureurs, de chocs positifs (respectivement négatifs) qui conduisent l'activité à accélérer (respectivement à décélérer fortement). Le modèle propose d'isoler à chaque date l'information nouvelle qui apparaît au moment de la publication.

Chaque variable publiée est donc supposée contenir une partie prévisible, complètement anticipée à partir de l'information passée, et une information nouvelle ou innovation à analyser et interpréter.

L'innovation évaluée pour chaque série est alors codée : si l'information nouvelle suggère une hausse (respectivement une baisse), elle est codée + 1 (respectivement - 1). À partir de l'ensemble des variables qualitatives associées à chaque série, une variable inobservable est estimée en utilisant des méthodes semblables à celles proposées par Hamilton (1989). Ainsi, la variable obtenue suit deux états, qualifiés de favorable et défavorable, qui déterminent le passage de l'ensemble des variables d'un état à l'autre.

Un des apports essentiels de ce modèle de détection des retournements conjoncturels consiste à considérer que le lien entre la variable observable (les innovations des séries) et la variable inobservable (identifiée comme étant le cycle économique) est aléatoire. Les innovations des séries identifiées sont très volatiles. Dans cette représentation, il existe une probabilité de se tromper sur le sens exact de l'information nouvelle : le lien probabiliste introduit par le modèle entre les variables observable et inobservable permet de tenir compte du degré de fiabilité de l'information nouvelle.

C'est pourquoi un second modèle à changement de régime indépendant du premier est spécifié pour tenir compte du degré de fiabilité de l'information. Ce deuxième modèle permet d'introduire un troisième état tenant compte de l'hypothèse de non-fiabilité de l'information, qualifié d'état d'incertitude. Dans cette représentation du cycle, il existe donc trois états : un état d'expansion, un état de récession et un état d'incertitude ou de stagnation de l'économie.

À partir de l'estimation de ce modèle, un indicateur est calculé comme la différence entre la probabilité d'être dans un état favorable et celle d'être dans un état défavorable. Lorsque l'indicateur est proche de -1 (resp. $+1$), cela signifie que la survenance d'un régime bas (resp. haut) est probable.

Deux indicateurs sont proposés à partir de cette méthodologie en utilisant deux groupes de données distincts :

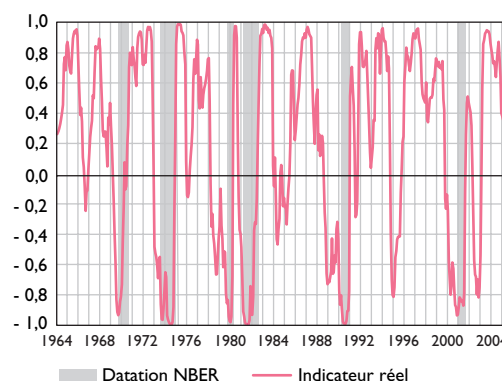
- des données macroéconomiques « réelles » : l'indice de la production industrielle dans le secteur des biens manufacturés, le chômage, les dépenses de construction et les inscriptions au chômage. Ces variables sont couramment utilisées pour dater en temps réel les phases du cycle (Ferrara, 2003).
- Le deuxième jeu de données se limite à trois séries monétaires et financières : un *spread* de taux (3 mois – 10 ans), l'indice boursier Standard and Poor's 500 et la masse monétaire $M2$.

Ces séries couvrent la période allant de janvier 1964 à décembre 2005. Les modèles précédents permettent-ils de reproduire les différentes phases du cycle économique américain ?

2|2 Repérer et anticiper les récessions et les ralentissements

L'indicateur estimé sur les variables réelles est représenté sur le graphique 3 avec les datations officielles des récessions américaines effectuées par le NBER (*National Bureau of Economic Research*). L'indicateur présente un comportement cohérent et persistant alternant bien phases basses et hautes. Sur la période, il permet de détecter cinq récessions, signalées par un indicateur très proche de -1 . Par ailleurs, la plupart des récessions semblent très légèrement anticipées puisque l'indicateur devient

Graphique 3 Indicateur « réel »



négatif avec souvent quelques mois d'avance. Le tableau 1 compare les dates proposées par le NBER pour l'entrée de l'économie américaine dans une phase de récession et les minima locaux des deux indicateurs construits. Il confirme bien le caractère plutôt coïncident de l'indicateur obtenu à partir des variables réelles.

Il convient de noter que l'indicateur peut atteindre des valeurs négatives sans pour autant que l'économie soit en phase de récession. Ceci ne correspond pas à de faux signaux mais traduit la présence de phases de ralentissement. Ainsi, en 1967, l'indicateur se contracte, signalant un fort ralentissement du secteur de la construction, qualifié souvent de « *credit crunch* ».

De même, en 1994-1995, les États-Unis sont touchés par un ralentissement reflétant la baisse de confiance des ménages et la moindre progression de leur consommation. Ce ralentissement pourrait être imputé au resserrement monétaire rapide et prononcé de cette période. Si les récessions sont systématiquement signalées par un indicateur proche

Tableau 1 Datation d'entrée dans le régime bas du cycle économique

Datation NBER entrée récession	Indicateur « réel »	Indicateur « financier »
Décembre 1969	Décembre 1969	Mars 1969
Novembre 1973	Janvier 1974	Janvier 1973
Janvier 1980	Février 1980	Septembre 1978
Juillet 1981	Juin 1981	Décembre 1980
Juillet 1990	Août 1990	Janvier 1989
Mars 2001	Février 2001	Juillet 2000

ENCADRÉ 2

Modéliser les « surprises » conjoncturelles

Le modèle proposé par Grégoir et Lengart (2000) peut se décomposer en plusieurs étapes :

Dans un premier temps, l'information nouvelle est identifiée pour chaque série à chaque date grâce à un modèle autorégressif estimé sur chaque série considérée :

$$\varepsilon_{it} = y_{it} - \sum_k \alpha_k y_{i,t-k}$$

où ε_{it} est un bruit blanc. Les innovations ε_{it} sont identifiées comme les « surprises » conjoncturelles et sont ensuite codées qualitativement selon que la surprise est positive ou négative en +1 et -1.

À partir de ce codage, un premier modèle suppose que le régime haut /bas de l'innovation conjoncturelle est déterminé comme chez Hamilton par une chaîne de Markov. Grégoir et Lengart (2000) introduisent dans leur modèle une variable $Z_t = +1$ ou $Z_t = -1$ qui correspond à l'état caché de l'économie et influence les variables dépendantes observées. L'identification de ce régime va permettre de qualifier l'état de l'économie en cours.

Les auteurs intègrent dans leur modèle une seconde variable de Markov W_t qui vaut +1 si l'orientation de l'économie est franche et 0 dans le cas contraire. La variable globale de Markov, correspondant au couple (Z_t, W_t) prend donc quatre modalités dont deux sont équivalentes : $(Z_t, W_t) = (+1, 0)$ et $(Z_t, W_t) = (-1, 0)$. Ceci revient à dire que les observations positives et négatives sont équiprobables conditionnellement au fait que $W_t = 0$. Ce modèle permet d'introduire un troisième état d'incertitude ou de stagnation à côté des deux états traditionnels (expansion versus récession).

La modélisation statistique et la stratégie d'estimation sont exposées dans Grégoir et Lengart (2000).

L'indicateur de détection conjoncturelle est calculé comme la différence entre la probabilité d'être dans un état favorable et celle d'être dans un état défavorable :

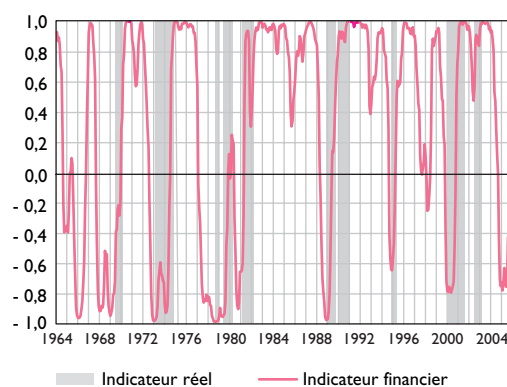
$$\text{Ind}_t = [P(Z_t = (+1, 1)|I_T) + P(Z_t = (+1, 0)|I_T) - P(Z_t = (-1, 1)|I_T) - P(Z_t = (-1, 0)|I_T)].$$

de -1, les phases de ralentissements significatifs sont, quant à elles, mises en évidence lorsque l'indicateur franchit le seuil de -0,5.

Le graphique 4 représente l'indicateur construit à l'aide de variables monétaire et financière. Les bandes grisées correspondent aux phases de ralentissement ou de récession détectées par l'indicateur coïncident : chaque période basse détectée par les variables réelles (dès que l'indicateur réel se situe au-dessous de -0,5) est précédée par l'indicateur basé sur les variables financières.

Ainsi, le tableau 1 met en évidence une avance significative, comprise entre six et dix-huit mois, de l'indicateur financier sur les datations d'entrée en récession.

Graphique 4 Indicateur financier



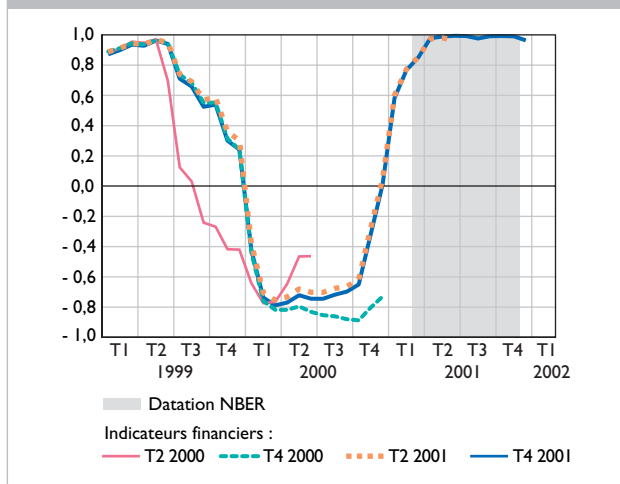
Cette avance est comparable pour la plupart des épisodes à celle mise en évidence par l'indicateur financier de Chauvet (1999). À part le ralentissement de 1967 associé au « *credit crunch* », toutes les récessions jusqu'au début des années quatre-vingt-dix sont anticipées avec, en moyenne, un peu plus de deux trimestres d'avance. Ainsi, l'indicateur financier amorce une décroissance rapide beaucoup plus tôt que l'indicateur réel à l'exception de deux épisodes : en 1994-1995, le ralentissement est perçu simultanément par les deux indicateurs ; en 1998, la baisse de l'indicateur financier signale le krach boursier asiatique mais n'a pas dégénéré en signal de récession.

2|3 L'indicateur financier : zoom sur les années deux mille

Les États-Unis ont connu, au cours des années quatre-vingt-dix, une de leurs plus longues phases de croissance ininterrompue. La récession de 2001 est alors apparue à la plupart des conjoncturistes aussi surprenante que rapide. Une littérature récente s'est penchée sur le comportement des indicateurs avancés utilisés par les conjoncturistes durant cette période (Stock et Watson, 2003)³. Cette partie confronte les performances de l'indicateur financier construit à l'aide du modèle de Grégoir et Lengart à celles du consensus des économistes américains tel qu'il est rapporté par Stock et Watson (2003). Le graphique 5 représente l'estimation de l'indicateur financier construit dans la section précédente à différentes dates avant le début et pendant la récession de 2001⁴. Puisque l'indicateur financier est construit à partir de données non-révisées, cet exercice permet à chaque date de comparer en temps réel l'information apportée par les marchés financiers sur le cycle économique et ce que préoyaient les économistes au même moment⁵.

Au deuxième trimestre 2000, l'indicateur financier de Grégoir et Lengart a atteint son plus bas niveau sur la période récente (autour de -0,8) signalant que l'on pouvait s'attendre à un fort ralentissement de l'économie américaine (cf. graphique 5). Toutefois, l'indicateur s'oriente à nouveau à la hausse au deuxième trimestre laissant supposer un

Graphique 5 L'Indicateur financier et la récession de 2001



ralentissement transitoire. Stock et Watson (2003) soulignent que le consensus des conjoncturistes prévoit alors une croissance supérieure à 3 % pour le dernier trimestre 2000 et une probabilité de récession à 9 % pour la fin 2000.

Au quatrième trimestre 2000, l'indicateur financier franchit le seuil de -0,8 pour atteindre des valeurs proches de -1 signalant par là une forte probabilité d'entrée en récession (cf. graphique 5). La croissance du PIB au cours du dernier trimestre 2000 se situe légèrement au dessus de 1 %, contre 3 % prévu au deuxième trimestre par le consensus des économistes. Pourtant l'indicateur financier n'est jamais descendu aussi bas sans qu'une récession intervienne (cf. graphique 4). Comme le notent Stock et Watson (2003), la production industrielle a déjà commencé à décliner et pourtant la probabilité d'observer une récession au premier trimestre 2001 n'est que de 11 % pour les prévisionnistes interrogés au quatrième trimestre 2000. Le taux de croissance de l'économie est prévu à +3,3 % par le consensus des économistes.

Au deuxième trimestre 2001, l'indicateur financier prévoit déjà une sortie de récession (cf. graphique 5) et les prévisionnistes commencent à entrevoir un ralentissement possible, ils estiment la probabilité d'entrer en récession autour de 30 %. En réalité, les statistiques mettront en évidence *a posteriori*

³ Stock et Watson (2003) utilisent notamment l'enquête menée par la Federal Reserve de Philadelphie qui interroge trente-six prévisionnistes sur leur prévision à court terme de la croissance du PIB américain et sur la probabilité d'observer une variation négative du PIB.

⁴ Le comportement de l'indicateur réel n'est pas retracé par manque d'informations permettant d'avoir les données au moment où elles ont été publiées et leurs révisions successives.

⁵ L'indicateur est une fonction de l'information passée et du nouveau signal, ce qui entraîne des déformations de la courbe à chaque estimation même en l'absence de révision.

la présence d'une récession. C'est finalement au dernier trimestre 2001 que l'indicateur atteint presque le maximum de sa valeur autour de + 1 (cf. graphique 5). La probabilité de la survenance d'une récession dégagée par le consensus est alors de 82 % et la croissance prévue est bien négative, - 2 %, mais l'économie vient en réalité à peine de sortir de la récession. En novembre 2001, le NBER officialise la datation du début de la récession à mars 2001.

Stock et Watson (2003) confirment par ailleurs que le *spread* de taux d'intérêt et l'indice boursier Standard and Poor's 500 étaient sûrement les indicateurs les plus avancés et les plus fiables pour anticiper la récession de 2001. Cet exercice fournit une illustration de l'utilisation des indicateurs qualitatifs construits dans la perspective d'exercices de prévision conjoncturels en temps réel.

À cet égard, l'indicateur financier a émis récemment un signal qui peut inquiéter (cf. graphique 4). À partir

de la fin 2004, il signale de manière persistante un ralentissement analogue à celui qui a précédé la récession de 2001. Compte tenu des délais variables de diffusion à la sphère réelle, la probabilité qu'un ralentissement prononcé se manifeste dans la deuxième moitié de l'année 2006 serait alors élevée. Pour l'heure, ce scénario n'est pas retenu par les conjoncturistes. On peut, par ailleurs, rappeler qu'en 1965 l'indicateur financier envoyait le même type de signal, qui n'a finalement débouché en 1967 que sur un ralentissement prononcé de l'investissement résidentiel, sans toutefois dégénérer en récession. On ne peut aussi exclure un affaiblissement de la capacité prédictive de ce modèle. En suivant les résultats théoriques d'Estrella (2005a), cet affaiblissement de la capacité prédictive des variables monétaires et notamment du *spread* pourrait être relié à une transformation de la fonction de réaction du Système fédéral de réserve, conférant un poids plus fort et plus équilibré que par le passé entre l'inflation et l'activité.

Une « nouvelle » ou « innovation » conjoncturelle correspond à un choc positif ou négatif non-anticipé qui peut déterminer l'évolution des fluctuations économiques dans un sens ou dans l'autre. Elle peut être directement mesurée à partir des séries macroéconomiques et indirectement au travers des séries financières qui devraient refléter les interprétations et anticipations des marchés sur l'évolution de l'activité.

Le modèle de Grégoir et Lengart (2000) permet d'identifier, par une méthode simple, l'innovation conjoncturelle et de l'analyser pour en extraire un indicateur fiable en temps réel du climat des affaires présent et futur.

L'indicateur conjoncturel construit à partir des données réelles permet une détection coïncidente des retournements conjoncturels, distinguant récession et ralentissement. L'indicateur monétaire et financier a présenté par le passé une avance non négligeable sur la plupart des récessions américaines. Depuis 2005, l'indicateur financier émet des signaux négatifs sur l'évolution à venir de l'économie américaine. Les prochaines statistiques publiées aux États-Unis devraient permettre de confirmer, ou d'infirmer, le pouvoir prédictif de cet indicateur.

Bibliographie

Ang (A.), Piazzesi (M.) et Wei (M.) (2006)

"What does the yield curve tell us about GDP growth?", *Journal of Econometrics*, n° 131, p. 359-403

Avouyi-Dovi (S.) et Matheron (J.) (2003)

« Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt », *Revue de la Stabilité financière*, n° 3, p. 82-102

Bellone (B.), Gautier (E.) et Le Coent (S.) (2006)

« Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », *Économie et Prévision*, n° 172, à paraître

Brender (A.) et Pisani (F.) (2001)

« Les marchés et la croissance », Édition Economica

Bry (G.) et Boschan (C.) (1971)

"Cyclical analysis of time series: Selected procedures and computer programs", *NBER Technical Paper 20*, New York : Columbia University Press

Burns (A. F.) et Mitchell (W. C.) (1946)

"Measuring business cycles", NBER

Chauvet (M.) (1999)

"Stock market fluctuations and the business cycle", *Journal of Economic and Social Measurement*, vol. 25, No. 3, 4, 1998/1999, p. 235-258

Chauvet (M.) et Potter (S.) (2000)

"Coincident and leading indicators of the stock market", *Journal of Empirical Finance*, vol. 7, p. 87-111

Chauvet (M.) et Potter (S.) (2002)

"Predicting a recession: Evidence from the yield curve in the presence of structural breaks", *Economics Letters*, vol. 77, p. 245-253

Estrella (A.) (2005a)

"Why does the yield curve predict output and inflation?", *The Economic Journal*, n° 115, p. 722-744

Estrella (A.) (2005b)

"The yield curve as a leading indicator: Frequently asked questions", Federal Reserve Bank of New-York, Mimeo

Estrella (A.) et Mishkin (F. S.) (1998)

"Predicting US recessions: Financial variables as leading indicators", *The review of Economics and Statistics*, vol. 80, p. 45-61

Ferrara (L.) (2003)

"A three-regime real-time indicator for the US economy", *Economics Letters*, Vol. 81, n° 3, p. 373-378

Grégoir (S.) et Lengart (F.) (2000)

"Measuring the probability of a business cycle turning point by using a multivariate qualitative hidden Markov model", *Journal of Forecasting*, vol. 19, p. 81-102

Hamilton (J. D.) (1989)

"A new approach to the economic analysis of non-stationary time series and the business cycle", *Econometrica*, vol. 57, p. 357-384

Krolzig (H.-M.) (1997)

"Markov switching vector autoregressions. Modelling, statistical inference and application to business cycle analysis", Berlin, printemps

Mishkin (F. S.) (1990)

"What does the term structure tell us about future inflation?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 25(1), p. 77-95

Sichel (E. D.) (1994)

"Inventories and the three phases of the business cycle", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 12, n° 3, p. 269-277

Stock (J. H.) et Watson (M.) (1989)

"New indexes of coincident and leading economic indicators", *NBER Macroeconomics Annual*, The MIT Press, Vol. 4, p. 351-394

Stock (J.) et Watson (M.) (2003)

"How did leading indicator forecasts do during the 2001 recession?", NBER Working Paper

Wolfers (J.) et Zitzewitz (E.) (2004)

"Prediction markets", *Journal of Economic Perspectives*, 18 (2), printemps

Les ajustements des prix de production en France et dans la zone euro

Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives

Erwan GAUTIER

Banque de France

Service de Recherche en Économie et en Finance

Groupe de Recherche en Économie et Statistique – GRECSTA

Patrick SEVESTRE

Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Banque de France

Service de Recherche en Économie et en Finance

Cet article synthétise plusieurs études relatives à la dynamique des changements de prix à la production en France et dans la zone euro. Ces études, qui ont été réalisées dans le cadre du réseau « Inflation Persistence Network » de l'eurosystème, visent à décrire et analyser les comportements de fixation des prix au niveau microéconomique. Les travaux repris ici complètent ceux réalisés sur les prix à la consommation. Ils montrent que :

- chaque mois entre 17 % et 20 % des prix à la production sont modifiés, hors énergie ;
- la fréquence de changement de prix varie fortement d'un secteur à l'autre : elle est élevée dans le secteur de l'énergie et beaucoup plus faible pour les prix des produits finis ;
- les baisses de prix sont presque aussi fréquentes que les hausses : elles représentent plus de 40 % des changements de prix ;
- les ajustements de prix sont d'ampleur relativement limitée, compris entre 2 % et 3 %, à la hausse comme à la baisse ;
- les changements de prix semblent obéir à une certaine régularité calendaire : en janvier, ce sont près de 40 % des prix qui sont modifiés et un nombre significatif de prix ont des durées exactement égales à une année.

Pour l'essentiel, ces observations valent également pour les autres pays de la zone euro. Elles sont également assez proches de celles que l'on peut faire sur les modifications de prix à la consommation, sauf en ce qui concerne l'ampleur des variations, beaucoup plus forte pour les prix à la consommation que pour les prix industriels.

Par ailleurs, ces études mettent en évidence les principaux déterminants des changements de prix :

- une augmentation des coûts de production augmente la probabilité de procéder à une hausse des prix alors qu'une baisse des coûts a l'effet inverse ;
- une forte demande accroît la probabilité d'une hausse de prix et limite celle d'une baisse ;
- l'inflation sectorielle, que l'on peut interpréter comme représentative de l'évolution des prix des concurrents, joue un rôle significatif ;
- enfin, le calendrier usuel des changements de prix a été affecté par les modifications intervenues sur les taux de TVA ainsi que par le passage à l'euro dont l'incidence semble s'être étalée dans le temps entre 1999 et 2002.

Mots-clés : rigidité des prix, prix de production,
fréquence de changement de prix

Codes JEL : E31, D43, L11, L16

NB : Cette étude a été réalisée dans le cadre du « Réseau Persistance de l'Inflation (IPN) » mis en place au sein de l'Eurosystème. L'exploitation des données a été menée sous la responsabilité de l'INSEE dans le cadre de la convention INSEE-Banque de France (20B-21B-E301/R05019/2005) et nous remercions L. Pollina et E. Le Rey pour leurs conseils et avis. Nous remercions également S. Tarrieu et L. Baudry pour leur assistance de recherche ainsi que R. Ricart pour l'accès aux données de l'« Enquête mensuelle de conjoncture » de la Banque de France.

Les modèles macroéconomiques néo-keynésiens enseignent que l'impact de la politique monétaire sur l'évolution des prix d'une part, sur l'économie réelle d'autre part, dépend de façon cruciale du degré de rigidité des prix. Une plus grande flexibilité des prix facilite l'action de la banque centrale sur l'inflation. Or, l'existence de coûts d'ajustement des prix fait qu'il n'est pas optimal pour les entreprises d'ajuster systématiquement leurs prix de façon immédiate et complète suite aux chocs auxquels elles font face. De fait, on observe empiriquement que les prix ne changent pas aussi fréquemment que les modifications de l'environnement des entreprises pourraient le laisser penser. Mieux comprendre la dynamique de ces prix est donc de première importance pour les banques centrales.

La plupart des travaux portant sur les ajustements microéconomiques des prix se sont jusqu'ici largement concentrés sur les prix à la consommation (cf. par exemple Baudry et al., 2005a, 2005b ; Dhyne et al., 2006). Ceci s'explique à la fois par la plus grande disponibilité des données individuelles sur les prix à la consommation mais aussi parce que la majorité des banques centrales a pour objectif de stabiliser l'inflation mesurée à partir de l'indice de prix à la consommation.

Toutefois, si les détaillants ont à l'évidence un rôle déterminant dans l'évolution des prix de détail, une part essentielle des déterminants des changements de prix doit être recherchée du côté des entreprises produisant les biens et services. L'analyse de l'évolution des prix à la production apparaît comme un ingrédient nécessaire de la compréhension des variations des prix à la consommation et, donc, de l'inflation (Basu, 1995).

Pourtant, peu d'études ont analysé les changements de prix de production et par extension leur degré de rigidité. Ainsi, pour les États-Unis, seulement deux études ont, à notre connaissance, été réalisées au cours des

vingt dernières années sur cette question : Carlton (1986) a utilisé des données collectées par Stigler et Kindahl (1970) qui portent sur onze produits industriels ; plus récemment, Zbaracki et al. (2004) ont étudié précisément le mode de détermination des prix d'une unique grande firme industrielle américaine. Buckle et Carlson (2000) ont pour leur part exploité les données tirées d'une enquête de conjoncture réalisée en Nouvelle-Zélande. Toutefois, aucune étude n'avait été publiée sur la rigidité des prix de production dans la zone euro jusqu'à une période très récente. Les travaux du réseau « *Inflation persistence network* » mis en place entre 2003 et 2005 au sein de l'Eurosystème pour analyser la persistance de l'inflation dans la zone euro ont largement comblé ce vide. Les études reprises ici ont été réalisées dans ce cadre. Reposant sur des bases de données couvrant l'essentiel du champ des produits industriels, elles présentent l'avantage considérable par rapport aux travaux antérieurs d'être plus représentatives de l'ensemble des entreprises industrielles.

L'objet de cet article est donc de proposer une synthèse des résultats obtenus pour la France par Gautier (2006) et par Loupias et Sevestre (2006)¹. Le premier utilise les données de prix collectées par l'INSEE auprès des entreprises pour construire l'indice de prix de production. Les seconds recourent aux données de l'enquête de conjoncture de la Banque de France auprès des entreprises industrielles². Bien que ces données soient de natures sensiblement différentes, les deux études conduisent à des résultats tout à fait similaires. En outre, leur comparaison avec les résultats obtenus pour d'autres pays de la zone euro (Vermeulen et al., 2006) montre une homogénéité assez remarquable des conclusions.

Les principaux faits stylisés sur la rigidité des prix de production en France et dans la zone euro sont présentés dans une première partie. La deuxième partie met en évidence les principaux déterminants des changements de prix de production.

¹ Cf. également Loupias et Ricart (2005) pour une première étude relative au comportement de fixation de prix des entreprises françaises

² Cf. l'encadré 1 pour une présentation détaillée des deux sources

ENCADRÉ I

Quelles données pour mesurer l'évolution des prix de production ?

Deux types de données ont été mobilisés pour réaliser les études synthétisées dans cet article.

1) Des données quantitatives

La base de données utilisée par Gautier (2006) est constituée des relevés de prix de production utilisés par l'INSEE pour construire l'indice des prix à la production industrielle. Le champ de couverture théorique de l'indice de prix de production est très large : il couvre tous les prix des produits fabriqués et vendus sur le marché intérieur français par les entreprises des secteurs de l'industrie manufacturière (hors construction). Les prix sont relevés au niveau de la première commercialisation du produit et ne doivent inclure ni les coûts de transport ou de commercialisation, ni la TVA facturée.

L'échantillon est constitué de relevés réalisés au cours de la période 1994-2005 et représente plus de 90 % du champ de l'indice des prix à la production industrielle. L'échantillon considéré contient près d'un million et demi de relevés de prix.

Les travaux menés dans les différents pays européens (Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie et Portugal) et synthétisés dans Vermeulen et al. (2006), utilisent aussi ces relevés quantitatifs de prix de production. Les indicateurs utilisés sont pondérés par le PIB de chacun des pays. Toutefois, les champs couverts par les différents pays sont assez différents : par exemple, l'échantillon espagnol ne contient pas les produits pétroliers et l'échantillon italien ne couvre qu'une cinquantaine de produits ; les périodes couvertes sont également assez différentes, par exemple 1992-1999 pour le Portugal, 2001-2005 pour la Belgique.

2) Des données qualitatives

La base de données de Loupias et Sevestre (2006) est constituée des réponses à l'enquête mensuelle de conjoncture menée par les succursales de la Banque de France auprès des entreprises industrielles. Les données utilisées couvrent la période 1996-2005. Elles portent sur le secteur manufacturier et ne concernent donc ni les industries extractives, ni le secteur de la production et de la distribution d'électricité, de gaz et d'eau, ni les produits de la cokéfaction, du raffinage, et des industries nucléaires. Au total, la base contient plus de 470 000 observations portant sur environ 8 000 produits industriels.

Les entreprises déclarent si elles ont procédé, au cours du mois précédant l'enquête, à une augmentation ou à une diminution de leurs prix. La réponse est codée selon 7 positions, allant de + 3 pour une forte augmentation à - 3 pour une forte baisse. Un avantage important de cette base de données est que les entreprises renseignent aussi sur d'autres points que l'évolution de leurs prix, en particulier sur les changements intervenus concernant les prix des matières premières qu'elles utilisent et la demande qui leur est adressée.

I | Quelques faits stylisés sur la rigidité des prix de production

Une augmentation du taux d'inflation peut résulter de plusieurs évolutions, non mutuellement exclusives : si la part des hausses dans les changements de prix est plus élevée que celle des baisses, une simple augmentation de la fréquence totale des changements de prix induit

une inflation plus élevée. Réciproquement, si la fréquence des changements de prix reste inchangée mais que la fraction des prix révisés à la hausse s'accroît, l'inflation croît également. Enfin, avec une fréquence des hausses constante et supérieure à celle des baisses, une augmentation de l'ampleur des révisions de prix aboutit elle aussi à une inflation plus élevée. Les faits stylisés synthétisés ci-dessous permettent de préciser ces trois caractéristiques des ajustements des prix à l'aide de statistiques simples : la fréquence de

changement de prix, la part des hausses et l'ampleur des ajustements.

III Des changements de prix relativement peu fréquents et des baisses nombreuses

Hors énergie, en moyenne entre 17 % et 20 % des prix de production sont modifiés chaque mois en France (cf. tableau 1). Cette fréquence est assez voisine de celle mise en évidence par Baudry et *al.* (2005b) pour les prix à la consommation (19 %), même si la comparaison est délicate du fait des différences de champ et de structure de pondération. En incluant les prix des produits pétroliers, Gautier (2006) montre en effet que la fréquence des changements de prix industriels atteint près de 25 %. Toutefois, si l'inclusion des secteurs énergétiques accroît l'écart, l'exclusion des prix des services du champ analysé pour les prix à la consommation conduirait à l'opposé à rapprocher les fréquences observées puisque les prix des services font l'objet de révisions moins fréquentes que ceux des autres biens. Ces différences de champ pourraient également expliquer que Gautier (2006) évalue à six ou sept mois la durée d'un prix à la production, alors que Baudry et *al.* (2005a) estiment à un peu plus de huit mois celle des prix à la consommation.

La fréquence des changements de prix à la production a été relativement stable au cours des dix dernières années, malgré la forte variabilité de l'inflation des prix à la production sur la période. Celle-ci a en effet connu une décroissance importante dans les années 1997-1998 avec un taux annuel négatif (- 3 %) puis, sous l'effet de l'augmentation

des prix des matières premières au cours de l'année quatre-vingt-dix-neuf, un pic à 5 %.

La propension des entreprises industrielles à baisser leurs prix est de fait assez importante puisque plus de 40 % des changements de prix sont des baisses (47 % pour Loupias et Sevestre, 2006 et un peu moins de 45 % pour Gautier, 2006). Il n'y a donc pas de signe d'une rigidité à la baisse des ajustements de prix de production. Ici encore, la proximité avec les résultats obtenus pour les prix à la consommation en France (Baudry et *al.*, 2005a) et dans la zone euro (Dhyne et *al.*, 2006) est remarquable.

I | 2 Des caractéristiques des changements de prix homogènes dans la zone euro

Les couvertures sectorielles des différentes études menées au sein de la zone euro ne sont pas toujours exactement identiques et les structures industrielles sont assez différentes d'un pays à l'autre (Vermeulen et *al.*, 2006), ce qui peut rendre délicates les comparaisons internationales. Toutefois, il est frappant de constater que les différences observées entre les pays de la zone euro sont assez faibles, tant en ce qui concerne la fréquence des changements de prix qu'en termes de proportion des baisses.

En ce qui concerne la fréquence des changements de prix, seule l'Italie se situe nettement en dessous de la moyenne de la zone euro avec 15 % de changements de prix observés chaque mois en moyenne. La France se situe dans la partie inférieure de la fourchette, mais avec une fréquence moyenne assez proche de celle obtenue pour l'ensemble de la zone euro (cf. tableau 2).

Tableau 1 Synthèse des résultats sur l'ajustement des prix à la production en France et dans la zone euro

(en %)

	Fréquence de changement	Fréquence de baisse	Part des baisses	Ampleur des hausses	Ampleur des baisses
France (G)	20	9,0	45	3	2
France (LS)	17	8,0	47	—	—
Zone euro	21	9,5	45	3	2

NB : (G) indique que les résultats présentés sont tirés de Gautier (2006) et (LS) qu'ils proviennent de l'étude de Loupias et Sevestre (2006)

Tableau 2 Fréquence de changement de prix dans la zone euro

(en %)

	Fréquence de changement	Part des baisses
Allemagne	22	45
France (G)	20	45
France (LS)	17	47
Italie	15	40
Espagne	21	43
Belgique	24	46
Portugal	23	39
Zone euro	21	45

La part des baisses dans l'ensemble des changements de prix est également d'une similarité assez frappante d'un pays à l'autre. Dans la zone euro prise dans son ensemble, les baisses de prix représentent en moyenne environ 45 % des changements de prix. Ces baisses sont toutefois un peu moins fréquentes au Portugal et en Italie où elles ne représentent que 40 % des changements de prix observés.

Si les caractéristiques des changements des prix à la production apparaissent ainsi peu différentes d'un pays à l'autre, il n'en est pas de même dès lors qu'on s'intéresse aux différences inter-sectorielles.

I | 3 Des caractéristiques des changements de prix différentes entre produits

La fréquence de changement de prix varie assez fortement entre les différents types de produits. Trois groupes de produits relativement homogènes peuvent être distingués :

- un premier groupe, constitué des biens d'équipement, des biens de consommation durables et des autres biens de consommation (*i.e.* non durables et non alimentaires), montre des fréquences de changement de prix relativement faibles, comprises entre 10 % et 13 % par mois en moyenne (cf. tableau 3) ;
- le deuxième groupe est constitué des prix des biens intermédiaires et des biens de consommation alimentaires. La fréquence de changement de prix de ces secteurs, supérieure à 20 %, est presque double de celle des prix des produits finis. Ces secteurs

présentent la particularité d'être composés de produits peu transformés comme le papier et les métaux, sans doute plus sensibles aux chocs sur les prix des matières premières ;

- enfin, un dernier groupe de produits est constitué des produits énergétiques. En moyenne, plus de 66 % des prix des produits de l'énergie changent chaque mois (Gautier, 2006), ce qui en fait le secteur dont les prix sont les plus volatils. Cette forte variabilité est sans doute expliquée par l'évolution très volatile du prix du pétrole.

L'hétérogénéité sectorielle observée pour la France est à peu près identique pour l'ensemble des pays de la zone euro (cf. tableau 4). Ainsi, la fréquence de changement de prix est supérieure à la moyenne pour les prix de l'énergie, les produits alimentaires et la plupart des biens intermédiaires. Au contraire, les biens d'équipement et les biens de consommation courante non alimentaire ont des fréquences de changement de prix assez faibles, situées autour de 10-12 %, voire moins dans le cas de l'Italie.

Au-delà de la zone euro, cette hétérogénéité intersectorielle est aussi observée dans l'étude de Carlton (1986) portant sur les États-Unis. Il montre que les prix des biens énergétiques ont des durées moyennes proches de un mois alors que les autres produits industriels ont des durées moyennes beaucoup plus élevées qui peuvent dépasser une année.

Comme pour les prix à la consommation, l'hétérogénéité des fréquences de changement de prix semble donc plus forte entre les produits qu'entre les pays de la zone euro.

Tableau 3 Fréquence de changement de prix en France : une hétérogénéité sectorielle

(en %)

		Biens de consommation			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Total
		Alimentaires	Biens durables	Autres			
Fréquence de changement de prix	G	31,9	13,3	9,9	22,5	12,2	19,5
	LS	22,2	9,8	10,1	20,1	13,4	16,6
Part des baisses	G	45,4	37,3	40,3	45,5	45,4	44,5
	LS	42,6	47,2	44,7	47,0	58,0	47,4

Tableau 4 Fréquence de changement de prix dans la zone euro par secteur

(en %)

	Biens de consommation			Biens intermédiaires	Énergie	Biens d'équipement
	Alimentaires	Biens durables	Autres			
Allemagne	26	10	14	23	94	10
Belgique	20	14	11	28	50	13
Espagne	25	13	10	29	39	9
France (G)	32	13	10	23	–	12
France (LS)	22	10	10	20	–	13
Italie	27	7	10	18	–	5
Portugal	21	18	5	12	66	–
Zone euro	27	10	11	22	72	9

I | 4 Des changements de prix de faible ampleur

Enfin, l'ampleur exacte des changements de prix ne peut être évaluée qu'à partir des relevés de prix quantitatifs réalisés pour le calcul de l'indice des prix à la production (Gautier, 2006). Cette ampleur est relativement faible puisque la médiane observée des changements de prix est de 3 % pour les hausses et de 2 % pour les baisses (cf. tableau 1). L'ampleur des baisses n'est donc pas notablement inférieure à celle des hausses, suggérant peut-être une absence de rigidité à la baisse des prix de production. Ce chiffre est à comparer avec les presque 10 % de hausse et de baisse moyennes obtenus pour les prix à la consommation français (Baudry et al., 2005a).

La faible ampleur des changements de prix de production est aussi un fait observé dans la zone euro et aux États-Unis. Les médianes des hausses et des baisses de prix sont assez homogènes dans la zone euro et se situent aux environs de 2 % à 3 % (cf. tableau 1). Aux États-Unis, Carlton (1986) relève lui aussi une proportion importante de petits changements de prix : l'ampleur moyenne des changements de prix aux États-Unis se situe entre 2,6 % et 4,3 %.

I | 5 Une certaine régularité calendaire

Une dernière caractéristique notable des changements de prix industriels est que leur calendrier obéit, pour une fraction non négligeable des entreprises, à une certaine régularité calendaire. Ainsi, les prix ont une

probabilité beaucoup plus forte d'être modifiés au mois de janvier qu'au cours d'un autre mois de l'année. Gautier (2006) comme Loupias et Sevestre (2006) observent qu'environ 15 % des changements de prix interviennent en janvier contre 8,3 % si la distribution était uniforme tout au long de l'année³. Il en résulte que la fraction des prix qui sont révisés est beaucoup plus élevée en janvier (39 % pour Gautier ; 25 % pour Loupias et Sevestre) que pendant les autres mois de l'année (respectivement un peu plus de 20 % et 16 % pour ces deux études). Ce constat vaut aussi pour l'ensemble des pays étudiés de la zone euro par Vermeulen et al. (2006) qui observent que la fréquence de changement de prix est supérieure à 30 % en janvier, contre 20 % en moyenne sur l'année.

Par ailleurs, une part importante des prix dure une année exactement. Pour de nombreuses entreprises, les prix sont fixés de façon annuelle à moins que l'entreprise n'ait à faire face à un choc de grande ampleur. Les deux facteurs temporels se combinent parfois : près de 15 % des prix modifiés en janvier durent une année exactement (Gautier, 2006).

2| Les déterminants de l'ajustement des prix de production

Les faits stylisés qui viennent d'être présentés visent à synthétiser les principales caractéristiques des changements de prix observés. Mais ils ne permettent pas en eux-mêmes de comprendre les

³ Dans le cas d'une distribution uniforme, la part des changements de prix observée chaque mois devrait être constante tout au long de l'année, égale à 1/12, soit 8,3 %.

mécanismes et comportements qui sous-tendent les décisions de fixation des prix. Il faut pour ce faire recourir à la modélisation. Gautier (2006) et Loupias et Sevestre (2006) ont donc estimé des modèles qualitatifs à choix discret visant à expliquer les changements de prix effectués par les entreprises. Gautier (2006) estime trois modèles logit conditionnels pour expliquer trois décisions : changer son prix, l'augmenter ou le baisser. Loupias et Sevestre (2006) utilisent un modèle probit ordonné pour expliquer la survenance et l'ampleur des changements de prix, d'une forte baisse à une forte hausse en passant par des variations d'ampleur plus réduite, voire l'absence de changement ⁴.

Parmi les facteurs susceptibles d'amener une entreprise à modifier ses prix, il paraît assez naturel de penser aux variations des coûts de production, à celles de la demande adressée à l'entreprise, ainsi qu'aux modifications des prix des concurrents. En outre, des événements particuliers tels que le passage à l'euro ou un changement du taux de TVA peuvent également entraîner une décision de changement de prix. Ces divers facteurs explicatifs potentiels sont donc examinés successivement.

2 | I Variations des coûts de production

Les modifications des prix des matières premières comme celles du coût du travail sont deux déterminants essentiels des variations des coûts de production et donc, potentiellement, des prix de vente.

Les estimations réalisées par Gautier (2006) comme celles de Loupias et Sevestre (2006) montrent de fait un impact largement significatif de l'évolution du coût des *inputs* sur les prix à la production. Comme attendu, les hausses (respectivement les baisses) de prix des matières premières ont un effet positif (respectivement négatif) sur la probabilité que les entreprises augmentent leurs prix et négatif (respectivement positif) sur la probabilité qu'elles les diminuent. Toutefois, les résultats de Gautier (2006) mettent en évidence certaines asymétries quant à l'impact des variations des prix

du pétrole : les baisses du prix de cet *input* semblent avoir un effet plus marqué que ses hausses.

Par ailleurs, Loupias et Sevestre (2006) montrent que les hausses de salaire, comme celles des prix des matières premières, semblent rapidement répercutées par les entreprises dans leur prix. En effet, l'impact d'une augmentation récente du salaire sur la probabilité que les entreprises augmentent leurs prix apparaît beaucoup plus fort que celui d'une variable mesurant l'évolution du taux de salaire depuis le précédent changement de prix décidé par l'entreprise.

2 | 2 Variations de la demande adressée à l'entreprise

Le niveau de la demande qui s'adresse aux entreprises est aussi un déterminant potentiellement important des variations de prix. Les entreprises faisant face à une demande soutenue (respectivement déprimée) peuvent être incitées à procéder à une augmentation (respectivement diminution) de leurs prix. En outre, les variations du niveau de la production qui en résultent peuvent entraîner une variation de leurs coûts de production susceptible d'être répercutée dans leurs prix.

De fait, Loupias et Sevestre (2006) montrent le rôle significatif que cette variable joue dans l'explication des changements de prix. Les entreprises ont une probabilité plus forte d'augmenter (respectivement de diminuer) leurs prix dès qu'elles font face à une amélioration (respectivement détérioration) des conditions de la demande ; celles-ci étant mesurées par les évolutions passées et prévues du carnet de commandes retracées dans l'enquête de conjoncture de la Banque de France. Toutefois, il semblerait que cet impact soit quantitativement moins important que celui induit par les variations du coût des *inputs*.

Gautier (2006) utilise une variable sectorielle d'écart de production à la production tendancielle pour mesurer le niveau d'activité des entreprises résultant des variations de la demande qui leur est adressée. L'impact de cette variable est significatif : quand le

⁴ Les modèles logit et probit sont les deux spécifications les plus couramment utilisées pour modéliser les décisions des agents économiques (un changement de prix par exemple). Les modèles estimés dans les deux articles repris ici diffèrent par la représentation retenue des changements de prix et par l'hypothèse sur la loi de probabilité des facteurs explicatifs inobservés constituant la perturbation du modèle. Cette dernière hypothèse n'a toutefois qu'une influence très limitée sur les résultats obtenus.

cycle économique est en phase expansive, la probabilité d'observer une hausse (respectivement une baisse) de prix est significativement plus grande (respectivement plus faible). En phase basse du cycle de production, on observe une forme d'asymétrie, la probabilité d'observer une hausse de prix apparaît plus faible mais l'impact sur les baisses de prix est non significatif.

2|3 L'inflation sectorielle comme référence

L'environnement concurrentiel dans lequel les entreprises évoluent peut conduire à une interaction dans les changements de prix. Dans ce cas, les indices de prix à la production sectoriels sont considérés par les entreprises comme des indicateurs de référence de l'évolution des prix du secteur.

Les estimations économétriques confirment le rôle joué par l'évolution des prix sectoriels dans les décisions de changement de prix des entreprises. Une accélération de l'inflation induit un accroissement de la probabilité que les entreprises augmentent leurs prix et une diminution de celle qu'elles les diminuent. Toutefois, alors que pour Gautier (2006), cette relation est symétrique (un ralentissement de l'inflation accroît la propension des entreprises à baisser leurs prix et diminue celle à les augmenter), les résultats d'estimation de Loupias et Sevestre (2006) ne confirment pas ce résultat. Selon eux, un ralentissement de l'inflation n'induit pas de plus nombreuses baisses de prix mais seulement une moindre incitation pour les entreprises à les augmenter, résultat également obtenu par Buckle et Carlson (2000) et Peltzman (2000) sur données néo-zélandaises et américaines.

2|4 Changement du taux de TVA et passage à l'euro

Enfin, certains événements spécifiques comme les changements de TVA ou le passage à l'euro peuvent

également avoir eu un effet sur la propension des entreprises à modifier leurs prix.

Les estimations de Gautier (2006) montrent que l'augmentation du taux de TVA d'août 1995 a accru la probabilité que les prix soient augmentés et diminué celle d'observer leur baisse.

L'effet de la baisse de la TVA d'avril 2000 mis en évidence par Gautier (2006) est plus ambigu ; si la probabilité d'une baisse de prix est plus élevée à cette date, il en est de même pour la probabilité que le prix soit augmenté, ce qui est contre-intuitif. En outre, ces constats sont surprenants puisque les relevés de prix utilisés pour le calcul de l'indice des prix à la production sont censés être effectués « hors TVA ». Il apparaît que les changements intervenus en avril 2000 notamment pourraient en partie correspondre à des reports de changements qui auraient normalement dû se produire en janvier de la même année. En effet, en janvier 2000, le pic de fréquence de changement de prix est légèrement inférieur à ceux observés les autres années. La baisse de TVA aurait donc joué, pour certaines entreprises, comme un élément « perturbateur » du calendrier usuel de changements de prix. Cette interprétation semble confortée par les résultats de Loupias et Sevestre (2006) qui montrent également une absence d'effet de la baisse de TVA d'avril 2000 et un étalement des hausses de prix sur les cinq premiers mois de l'année considérée.

L'appréhension des effets du passage à l'euro est plus délicate. La raison en est que, si les entreprises ont eu la possibilité de passer à l'euro dès janvier 1999, toutes ne l'ont pas fait à cette date. De ce fait, les effets du passage à l'euro sur les prix à la production ont pu s'étaler sur la période allant de janvier 1999 à janvier 2002. On observe de fait une croissance de la fréquence des changements de prix (avec une prédominance des hausses) entre ces deux dates. En outre, les estimations semblent indiquer que cet accroissement de la fréquence des changements de prix va au-delà de l'effet du renchérissement des matières premières intervenu au cours de la même période.

Chaque mois, environ une entreprise sur cinq révisé ses prix ; près d'une fois sur deux, cette révision consiste en une baisse des prix. Ces caractéristiques sont remarquablement proches des observations faites à propos de l'évolution des prix à la consommation (cf. Baudry et al., 2005a), même si les champs couverts sont évidemment différents. En revanche, l'ampleur des variations de prix observées diffère sensiblement selon que l'on considère les prix à la production ou les prix à la consommation : elle est en moyenne de 2 % à 3 % pour les premiers et atteint 10 % pour les seconds, qu'il s'agisse de hausses ou de baisses.

Ces décisions de changements de prix résultent pour l'essentiel de modifications de l'environnement des entreprises : les variations de coûts liées aux fluctuations des prix des matières premières ou au coût du travail apparaissent rapidement répercutées dans les prix.

Les entreprises sont également sensibles mais, semble-t-il dans une moindre mesure, aux variations de la demande qui s'adresse à elles. Une demande soutenue accroît leur propension à augmenter leurs prix et une demande déprimée diminue leur incitation à le faire.

De même, une augmentation des prix du secteur apparaît favoriser les hausses de prix alors qu'une diminution n'a pas tout à fait l'effet symétrique ; cette dernière a essentiellement pour effet de décourager en partie les entreprises d'augmenter leurs prix, sans toutefois accroître la probabilité qu'elles aillent jusqu'à les baisser.

Bibliographie

Basu (S.) (1995)

"Intermediate goods and business cycles: Implications for productivity and welfare", The American Economic Review, 85, 3, p. 512-531

Baudry (L.), Le Bihan (H.), Sevestre (P.) et Tarrieu (S.) (2005a)

« La rigidité des prix en France : quelques enseignements des relevés de prix à la consommation », *Économie et Statistique*, n° 386

Baudry (L.), Le Bihan (H.), Sevestre (P.) et Tarrieu (S.) (2005b)

« Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », *Bulletin de la Banque de France*, n° 141

Buckle (R.) et Carlson (J.) (2000)

"Menu cost, firm size and price rigidity", Economics Letters, 66, p. 59-63

Carlton (D. W.) (1986)

"The rigidity of prices", American Economic Review, 76, 4, p. 637-658

Dhyne (E.), Alvarez (L.), Le Bihan (H.), Veronese (G.), Dias (D.), Hoffmann (J.), Jonker (N.), Lünemann (P.), Rumler (F.) et Vilmunen (J.) (2006)

"Price changes in the euro area and the United States: Some facts from individual consumer price data", Journal of Economic Perspectives, vol. 20, n° 2

Gautier (E.) (2006)

"The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro data", communication aux XIII^{èmes} Journées de microéconomie appliquée, Nantes, juin

Loupias (C.) et Ricart (R.) (2005)

« Une synthèse des résultats d'enquêtes sur la formation des prix des entreprises en France et dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 141

Loupias (C.) et Sevestre (P.) (2006)

"Cost, demand, and producer price stickiness", Communication au colloque annuel de l'AFSE, Paris, septembre

Peltzman (S.) (2000)

"Prices rise faster than they fall", Journal of Political Economy, 108, p. 466-502

Stigler (G.) et Kindahl (J.) (1970)

"The behavior of industrial prices", NBER and Columbia University Press

Vermeulen (P.), Dias (D.), Dossche (M.), Gautier (E.), Hernando (I.), Sabbatini (R.) et Stahl (H.) (2006)

"Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data and producer surveys", Mimeo, Banque centrale européenne

Zbaracki (M.), Ritson (M.), Levy (D.), Dutta (S.) et Bergen (M.) (2004)

"Managerial and customer costs of price adjustment: direct evidence from industrial markets", The Review of Economics and Statistics, 86, 2, p. 514-533

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S1
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (données CVS)	S2
3	Indices des prix à la consommation	S3
4	Compétitivité de l'économie française	S4
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S5
6	Balance des paiements — Transactions courantes et capital (données trimestrielles) — France	S6
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S7
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S8
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S9
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S10

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S11
12	Bilan de la Banque de France	S12
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France — France	S13
14	Dépôts — France	S14
15	Dépôts à terme — France	S15
16	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français — France	S16
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France et zone euro	S17
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente — France	S18
19	Financements et placements des agents non financiers — Zone euro	S19
20	Financements et placements des agents non financiers — France	S20
21	Financements et placements des sociétés non financières — France	S21
22	Financements et placements des ménages — France	S22
23	Financements et placements des administrations publiques — France	S23
24	Endettement intérieur total (EIT), répartition par instruments — France	S24
25	Endettement intérieur total (EIT) — France	S25
26	Rémunération des dépôts — France et zone euro	S26
27	Coût du crédit — France et zone euro	S27
28	Coût du crédit — France	S28

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

29	Taux d'intérêt	S29
30	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S30
31	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S31
32/33	Titres de créances négociables — France	S32/S33
34	Titres d'OPCVM — France	S34
35	Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)	S35
36	Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français	S36

Autres statistiques

37	État des défaillances d'entreprises par secteurs — France	S37
38	Systèmes de paiement de masse — France	S38
39/40	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne (à 15)	S39/S40
41	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S41

Notice méthodologique

S43

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

S51

Séries chronologiques

S52

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 18 septembre.

Figure 1
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

(données cvs)

	2006						
	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	14	8	17	-2	27	2	4
Biens intermédiaires	11	9	12	2	26	4	0
Biens d'équipement	12	12	21	6	27	10	10
Industrie automobile	17	-4	17	5	42	-44	-11
Biens de consommation	17	7	17	-1	24	4	15
Industries agricoles et alimentaires	8	11	9	-3	23	6	0
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	11	14	12	13	7	5	-20
Biens intermédiaires	8	11	12	13	9	10	-23
Biens d'équipement	20	26	23	21	18	12	-14
Industrie automobile	2	9	-9	-7	-29	-37	-56
Biens de consommation	13	14	15	17	12	8	-15
Industries agricoles et alimentaires	13	9	7	11	11	12	8
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	11	12	26	-1	28	9	5
Étrangères	13	11	22	8	21	7	8
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	14	17	19	18	23	23	22
Biens intermédiaires	7	7	11	9	16	15	17
Biens d'équipement	43	46	52	49	54	54	58
Biens de consommation	14	18	20	18	21	24	21
Industries agricoles et alimentaires	1	3	4	6	8	16	15
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	5	4	7	6	3	2	1
Biens intermédiaires	2	1	1	4	0	-2	1
Biens d'équipement	4	3	4	4	5	4	2
Industrie automobile	9	11	27	19	18	12	1
Biens de consommation	10	6	7	8	3	3	5
Industries agricoles et alimentaires	8	6	5	-1	-6	-6	-9
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	84,0	84,1	84,6	84,4	85,6	85,1	84,0
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	-2	-3	-1	-2	1	0	-1
Au cours des prochains mois	-8	-6	-7	-6	-7	-6	-5
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	105	104	108	105	110	106	106

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

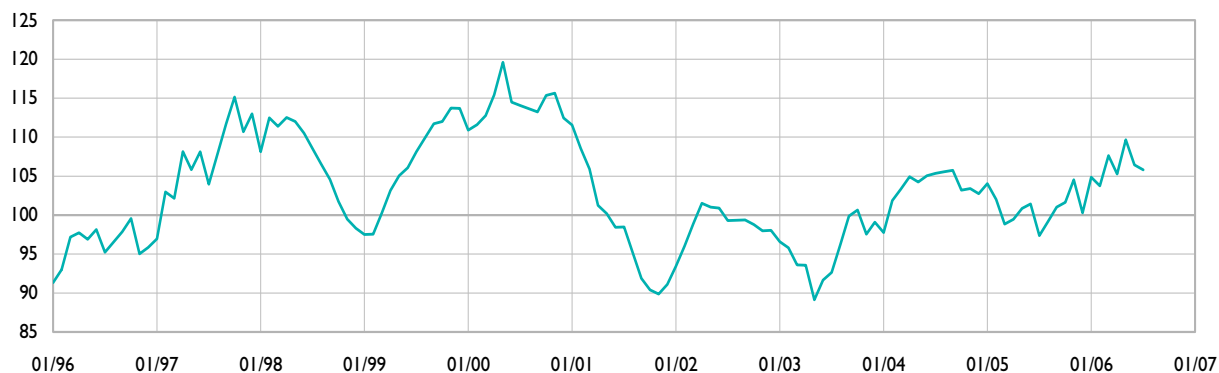
Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)

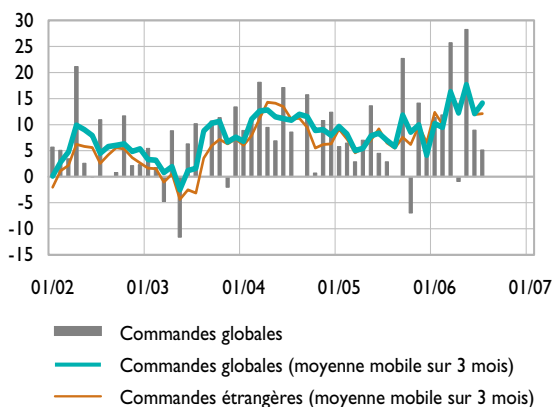
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



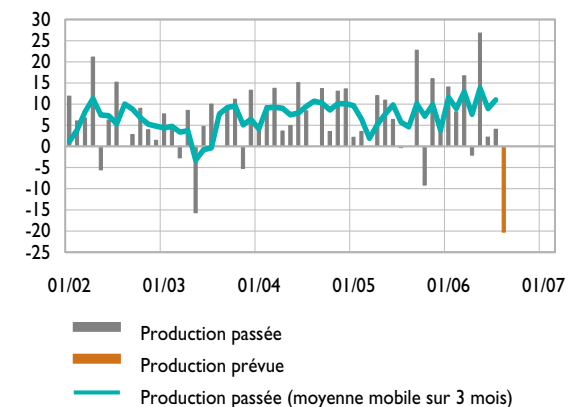
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



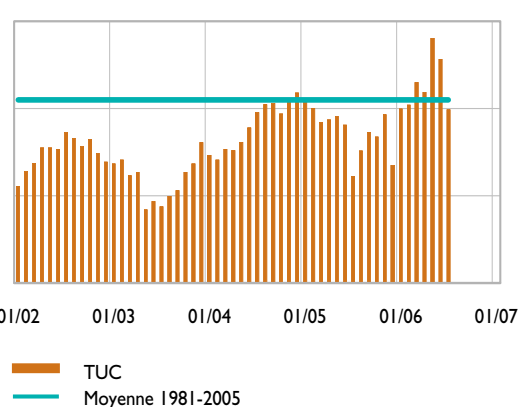
Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)



Source : Banque de France

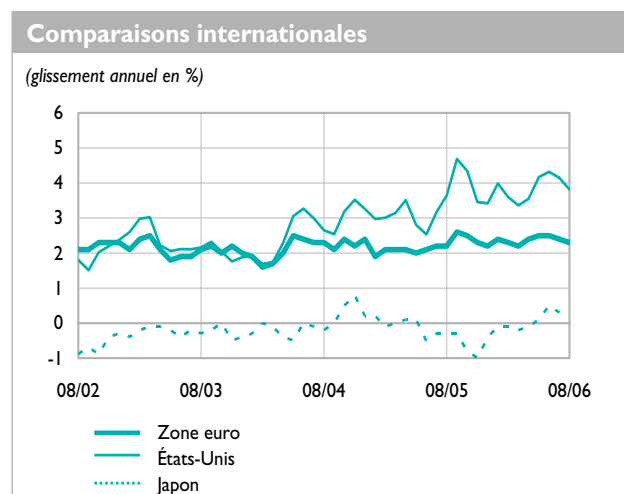
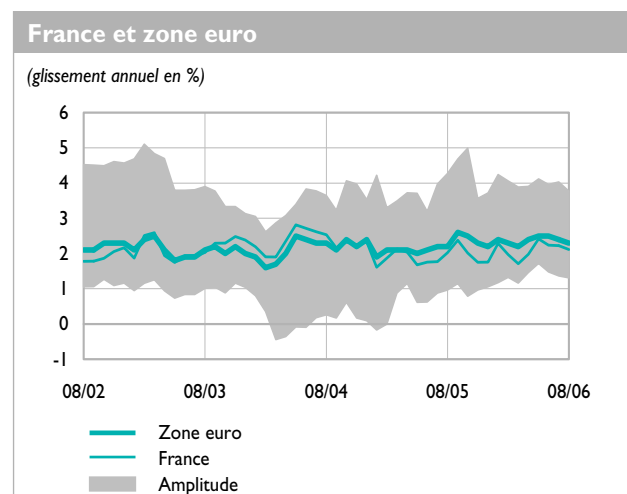
Réalisé le 18 septembre 2006

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)									
	2005	2006							
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	1,8	2,3	2,0	1,7	2,0	2,4	2,2	2,2	2,1
Allemagne	2,1	2,1	2,1	1,9	2,3	2,1	2,0	2,1	1,8
Italie	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3
Zone euro	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3
Royaume-Uni	1,9	1,9	2,1	1,8	2,0	2,2	2,5	2,4	2,5
Union européenne	2,1	2,3	2,2	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3
États-Unis	3,4	4,0	3,6	3,4	3,5	4,2	4,3	4,1	3,8
Japon	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,3	nd

(moyenne annuelle)									
	2003	2004	2005	2006					
				mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	2,2	2,3	1,9	0,1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2
Allemagne	1,0	1,8	1,9	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1
Italie	2,8	2,3	2,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2
Zone euro	2,1	2,1	2,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,1
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2
Union européenne	1,9	2,1	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,3	2,7	3,4	0,4	0,6	0,4	0,2	0,4	0,2
Japon	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	nd

(variation mensuelle CVS)									
	2003	2004	2005	2006					
				mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	2,2	2,3	1,9	0,1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2
Allemagne	1,0	1,8	1,9	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1
Italie	2,8	2,3	2,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2
Zone euro	2,1	2,1	2,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,1
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2
Union européenne	1,9	2,1	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,3	2,7	3,4	0,4	0,6	0,4	0,2	0,4	0,2
Japon	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	nd



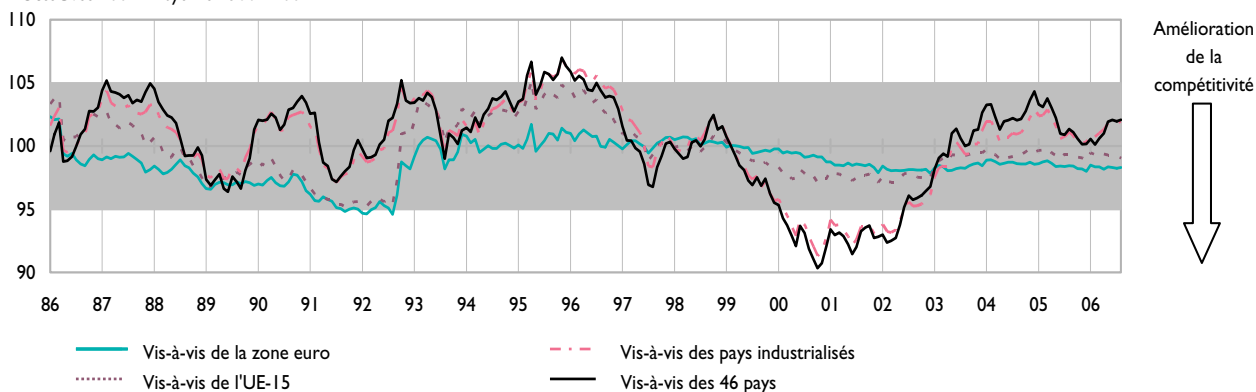
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

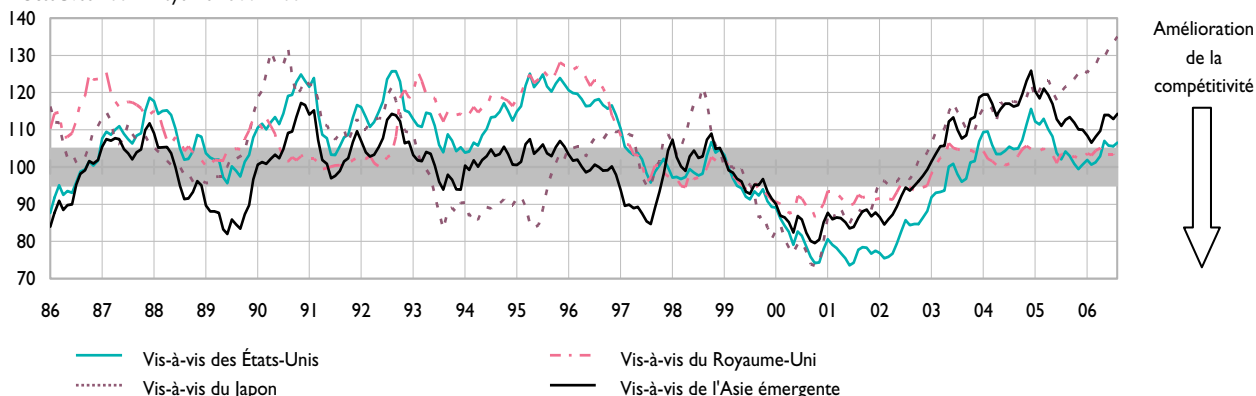
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



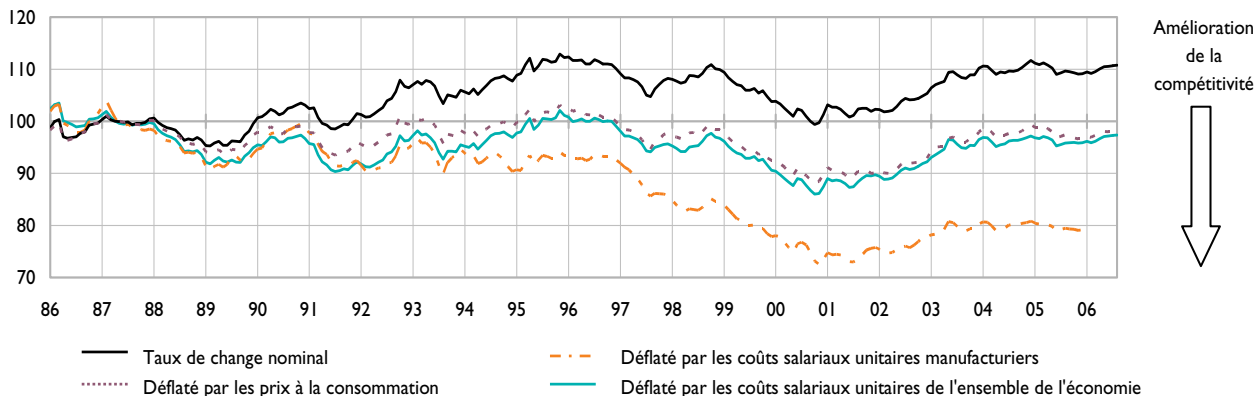
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 22 partenaires de l'OCDE

Indices base 100 = 1987



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datatstream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

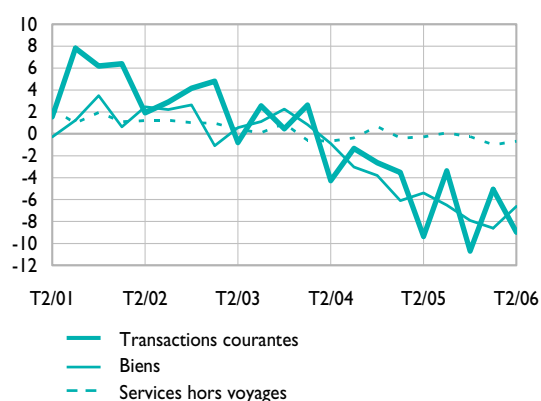
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005			2006	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (b)
Compte de transactions courantes	-5 603	-26 953	-9 366	-3 378	-10 690	-5 068	-8 964
Biens	-6 905	-25 908	-5 392	-6 511	-7 908	-8 616	-6 619
Services hors voyages	-995	-852	-275	84	-267	-1 000	-673
Voyages	9 812	8 910	2 697	2 666	2 558	628	2 444
Revenus	10 164	13 060	-848	6 708	1 982	5 647	1 613
Transferts courants	-17 679	-22 163	-5 548	-6 325	-7 055	-1 727	-5 729
Compte de capital	1 445	512	386	378	-386	-322	218
Compte financier	-3 281	-15 200	6 775	11 788	-32 048	54 063	24 780
Investissements directs	-20 646	-41 888	2 250	-5 391	-32 921	11 418	-11 113
Français à l'étranger	-45 911	-93 011	-8 986	-19 059	-44 996	-3 945	-28 514
Étrangers en France	25 265	51 123	11 236	13 668	12 075	15 363	17 401
Investissements de portefeuille	-46 570	-9 213	3 263	18 811	-17 977	-29 233	4 670
Avoirs	-179 887	-191 306	-42 253	-29 466	-65 640	-66 069	-12 147
Engagements	133 317	182 093	45 516	48 277	47 663	36 836	16 817
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	9 663	-379	2 795	877	2 137
Autres investissements	62 441	20 667	-9 457	-3 060	13 028	71 435	30 840
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 056	1 807	3 027	-434	-1 754
Erreurs et omissions nettes	7 439	41 641	2 205	-8 788	43 124	-48 673	-16 034

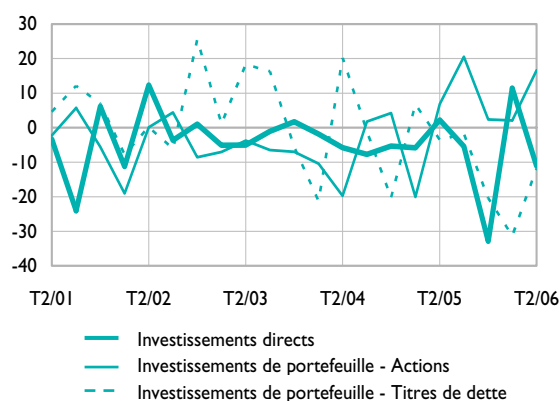
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005			2006	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (b)
Compte de transactions courantes	-5 603	-26 953	-9 366	-3 378	-10 690	-5 068	-8 964
Biens	-6 905	-25 908	-5 392	-6 511	-7 908	-8 616	-6 619
Exportations	338 817	352 966	90 026	83 955	93 640	96 582	99 325
Importations	345 722	378 874	95 418	90 466	101 548	105 198	105 944
Marchandises générales	-6 390	-24 203	-4 951	-6 068	-7 377	-7 993	-6 413
Avitaillement	-469	-980	-227	-271	-357	-365	-264
Travail à façon et réparations	-46	-725	-214	-172	-174	-258	58
Services hors voyages	-995	-852	-275	84	-267	-1 000	-673
Exportations	55 253	59 338	14 577	15 049	15 725	14 244	13 556
Importations	56 248	60 190	14 852	14 965	15 992	15 244	14 229
Transports	-998	-1 205	-321	-143	-424	-327	-453
Services de communication	917	1 105	257	346	243	295	275
Services de construction	1 151	1 634	317	416	511	400	328
Services d'assurances	-541	-939	-215	-297	-85	-390	-277
Services financiers	-838	-773	-147	-239	-271	-366	-495
Services d'informatique et d'information	34	-64	8	-43	-35	68	70
Redevances et droits de licence	1 649	2 166	413	675	563	610	367
Autres services aux entreprises	-1 883	-2 107	-435	-471	-505	-1 110	-339
Services personnels, culturels et récréatifs	-275	-535	-154	-124	-213	-171	-166
Services des administrations publiques	-211	-134	2	-36	-51	-9	17
Voyages	9 812	8 910	2 697	2 666	2 558	628	2 444
Recettes	32 833	33 981	9 306	10 578	7 754	6 251	9 464
Dépenses	23 021	25 071	6 609	7 912	5 196	5 623	7 020
Revenus	10 164	13 060	-848	6 708	1 982	5 647	1 613
Rémunérations des salariés	8 406	8 420	2 099	2 112	2 105	2 111	2 137
Revenus des investissements	1 758	4 640	-2 947	4 596	-123	3 536	-524
Directs	15 557	18 069	4 771	4 086	5 551	3 579	5 686
De portefeuille	-11 435	-9 857	-6 296	1 372	-5 325	946	-4 425
Autres	-2 364	-3 572	-1 422	-862	-349	-989	-1 785
Transferts courants	-17 679	-22 163	-5 548	-6 325	-7 055	-1 727	-5 729
Transferts courants du secteur des APU	-11 046	-14 924	-3 864	-4 301	-5 562	140	-3 793
Transferts courants des autres secteurs	-6 633	-7 239	-1 684	-2 024	-1 493	-1 867	-1 936
dont envoi de fonds des travailleurs	-2 134	-2 088	-510	-607	-495	-477	-508
Compte de capital	1 445	512	386	378	-386	-322	218

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

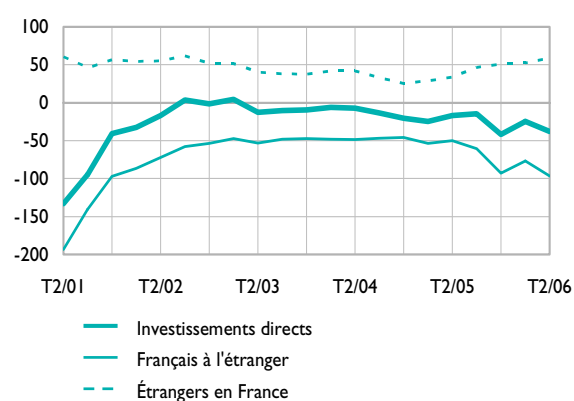
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005			2006	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (b)
Compte financier	-3 281	-15 200	6 775	11 788	-32 048	54 063	24 780
Investissements directs	-20 646	-41 888	2 250	-5 391	-32 921	11 418	-11 113
Français à l'étranger	-45 911	-93 011	-8 986	-19 059	-44 996	-3 945	-28 514
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-36 430	-42 198	192	-9 714	-21 753	-7 002	-14 723
Étrangers en France	25 265	51 123	11 236	13 668	12 075	15 363	17 401
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	9 026	20 239	3 385	3 848	6 386	7 141	6 609
Investissements de portefeuille	-46 570	-9 213	3 263	18 811	-17 977	-29 233	4 670
Avoirs	-179 887	-191 306	-42 253	-29 466	-65 640	-66 069	-12 147
Actions	-49 120	-42 915	7 557	-1 304	-21 084	-11 119	23 065
Obligations	-119 309	-137 034	-44 603	-19 547	-37 045	-54 122	-49 786
Instruments du marché monétaire	-11 458	-11 357	-5 207	-8 615	-7 511	-828	14 574
Engagements	133 317	182 093	45 516	48 277	47 663	36 836	16 817
Actions	25 012	52 634	-763	21 849	23 492	13 208	-6 498
Obligations	94 127	110 831	35 696	19 473	31 630	17 605	26 502
Instruments du marché monétaire	14 178	18 628	10 583	6 955	-7 459	6 023	-3 187
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	9 663	-379	2 795	877	2 137
Autres investissements	62 441	20 667	-9 457	-3 060	13 028	71 435	30 840
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	38 831	-2 346	-8 603	6 171	-4 682	69 437	28 446
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 056	1 807	3 027	-434	-1 754
Erreurs et omissions nettes	7 439	41 641	2 205	-8 788	43 124	-48 673	-16 034

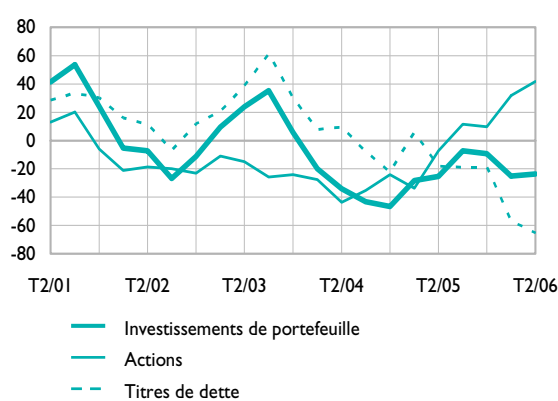
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	1er trimestre 2006					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
Compte de transactions courantes	-11 443	2 326	1 584	3 900	151	979
Recettes	69 655	26 309	5 297	14 301	2 600	5 767
Dépenses	81 098	23 983	3 713	10 401	2 449	4 788
Biens	-11 221	1 033	1 323	2 031	56	400
Recettes	48 210	10 255	4 521	6 989	1 609	2 719
Dépenses	59 431	9 222	3 198	4 958	1 553	2 319
Services	-2 166	387	135	860	203	38
Recettes	5 237	3 200	523	3 295	453	1 230
Dépenses	7 404	2 813	388	2 435	250	1 192
Revenus	3 393	-1 332	127	1 015	-104	772
Recettes	15 142	4 049	212	3 817	521	1 494
Dépenses	11 749	5 380	86	2 802	624	722
Transferts courants	-1 448	2 237	-1	-6	-4	-231
Compte financier	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Investissements directs	5 044	7 122	-91	-379	-544	824
Français à l'étranger	-3	1 683	-224	-2 228	-588	-253
Étrangers en France	5 047	5 440	133	1 849	44	1 077
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-31 527	-11 863	-349	-4 720	-4 036	671
Actions	2 086	-7 876	-151	-1 477	-2 703	-177
Obligations	-31 180	-2 317	-203	-6 261	-1 554	2
Instruments du marché monétaire	-2 433	-1 670	6	3 018	221	846
Autres investissements	11 164	15 794	-292	-11 147	7 072	-2 688
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	169	20 290	-659	-4 279	7 085	-5 014

(a) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes

(b) Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie

(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006			Cumul 12 mois	
					2005	2006
	juil. (a)	mai (b)	juin (b)	juil. (b)	juil. (a)	juil. (b)
Compte de transactions courantes	-2 801	-7 341	-617	-2 965	-18 457	-28 264
Biens	-1 501	-3 040	-1 285	-2 465	-20 507	-30 618
Services hors voyages	-150	-592	-9	-970	373	-2 676
Voyages	1 335	605	1 274	1 303	9 168	8 264
Revenus	-418	-2 342	1 176	1 851	11 718	18 219
Transferts courants	-2 067	-1 972	-1 773	-2 684	-19 209	-21 453
Compte de capital	72	51	118	-356	1 660	-540
Compte financier	3 237	10 760	8 714	-8 121	7 229	47 225
Investissements directs	709	-11 052	2 366	-2 498	-12 486	-41 214
Français à l'étranger	-5 293	-11 510	-6 502	-4 820	-49 563	-96 041
Capital social	-384	-5 475	-3 315	-2 475	-13 711	-41 811
Bénéfices réinvestis	-1 080	-1 166	-1 166	-1 166	-11 935	-13 558
Autres opérations	-3 829	-4 869	-2 021	-1 179	-23 917	-40 672
Étrangers en France	6 002	458	8 868	2 322	37 077	54 827
Capital social	1 589	107	3 354	275	4 934	17 446
Bénéfices réinvestis	411	459	459	459	4 892	5 272
Autres opérations	4 002	-108	5 055	1 588	27 251	32 109
Investissements de portefeuille	-4 637	-5 811	21 203	-26 795	-13 564	-45 887
Avoirs	-22 395	9 103	-4 166	-44 757	-156 697	-195 684
Actions	-11 808	11 513	-1 653	-14 992	-36 368	-13 626
Obligations	-9 952	-11 455	-14 894	-16 975	-122 547	-167 523
Instruments du marché monétaire	-635	9 045	12 381	-12 790	2 218	-14 535
Engagements	17 758	-14 914	25 369	17 962	143 133	149 797
Actions	11 879	-26 773	27 323	13 761	34 832	53 933
Obligations	4 590	10 856	4 537	7 249	103 872	97 869
Instruments du marché monétaire	1 289	1 003	-6 491	-3 048	4 429	-2 005
Produits financiers dérivés	26	948	1 334	693	8 264	6 097
Autres investissements	5 680	28 122	-17 555	20 850	21 841	127 413
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	3 638	6 526	-6 852	28 350	3 550	124 084
Avoirs de réserve	1 459	-1 447	1 366	-371	3 174	816
Erreurs et omissions nettes	-508	-3 470	-8 215	11 442	9 568	-18 421

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

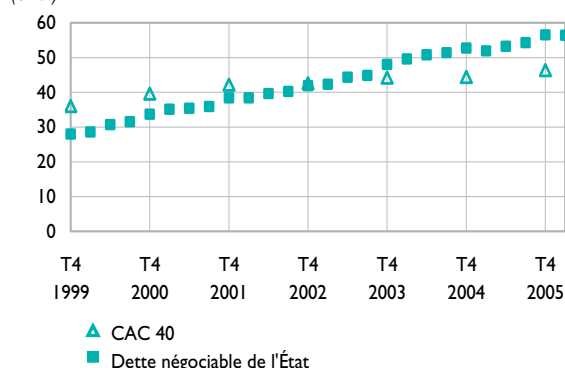
Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T1
Créances	2 327,6	2 347,0	2 528,1	2 859,5	3 603,2	3 704,7
Investissements directs français à l'étranger	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2	697,9
<i>Capitaux propres</i>	409,6	390,2	380,1	404,6	462,9	449,3
<i>Autres opérations</i>	167,8	168,9	193,5	204,3	260,3	248,6
Investissements de portefeuille	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1	1 629,0
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	301,8	390,5	480,3	566,0	663,6	723,2
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	524,8	498,1	604,1	717,2	910,5	905,7
Produits financiers dérivés	124,6	103,1	108,0	123,9	191,7	236,8
Autres investissements	732,3	737,4	706,1	786,7	1 051,1	1 073,8
<i>IFM</i>	514,2	516,4	492,0	578,9	840,7	856,9
<i>Non IFM</i>	218,1	221,0	214,1	207,8	210,4	217,0
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0	67,2
Engagements	-2 356,9	-2 315,0	-2 594,8	-2 939,2	-3 675,8	-3 884,2
Investissements directs étrangers en France	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3	-487,6
<i>Capitaux propres</i>	-212,2	-232,3	-267,4	-276,7	-296,9	-291,4
<i>Autres opérations</i>	-122,9	-135,1	-150,4	-178,2	-212,4	-196,2
Investissements de portefeuille	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 462,1	-1 766,8	-1 841,2
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-251,1	-242,9	-287,6	-323,2	-409,8	-406,4
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 138,9	-1 357,0	-1 434,8
Produits financiers dérivés	-118,9	-107,1	-117,0	-128,5	-206,4	-260,8
Autres investissements	-784,8	-786,1	-772,2	-893,7	-1 193,4	-1 294,7
<i>IFM</i>	-622,1	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 104,4
<i>Non IFM</i>	-162,7	-154,0	-148,1	-153,3	-177,2	-190,3
Position nette	-29,3	32,1	-66,7	-79,7	-72,6	-179,5

Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)

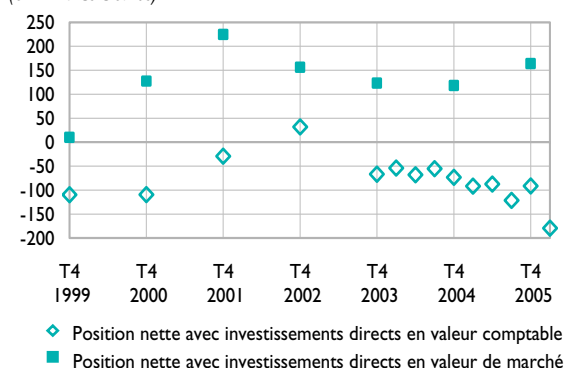


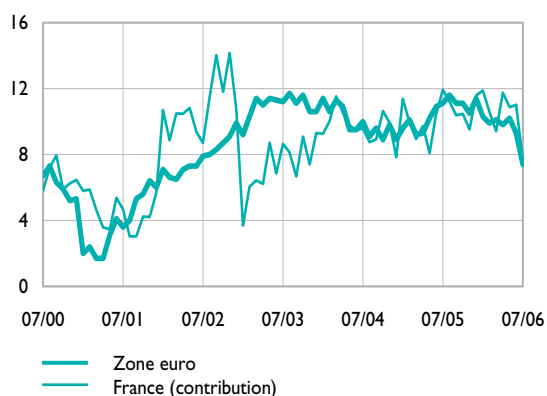
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2003	2004	2005	2005	2006						
	déc.	déc.	déc.	juil.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
M1											
Zone euro (a)	10,6	8,9	11,4	11,1	10,3	9,9	10,1	9,8	10,2	9,3	7,4
France (contribution)	9,3	7,8	11,6	11,9	11,9	10,6	9,4	11,7	10,9	11,0	7,6
M2											
Zone euro (a)	7,6	6,7	8,5	8,3	8,4	8,7	9,0	9,3	9,1	9,1	8,2
France (contribution)	7,4	7,1	8,1	9,8	8,1	7,8	7,6	8,2	7,6	8,3	6,7
M3											
Zone euro (a)	7,1	6,6	7,4	7,9	7,7	7,9	8,5	8,7	8,8	8,5	7,8
France (contribution)	4,8	8,2	8,5	10,6	8,7	8,5	9,1	10,2	8,3	8,6	7,2
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	5,5	7,2	9,2	8,3	9,7	10,4	10,9	11,4	11,4	11,0	11,1
France (b)	5,3	9,0	9,3	9,6	11,2	12,6	12,6	13,2	12,7	12,3	12,1

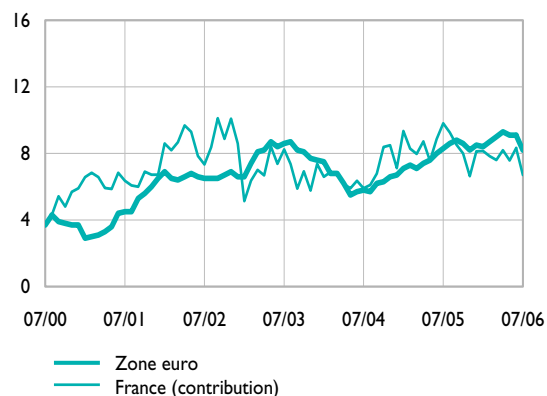
M1

(taux de croissance annuel en %)



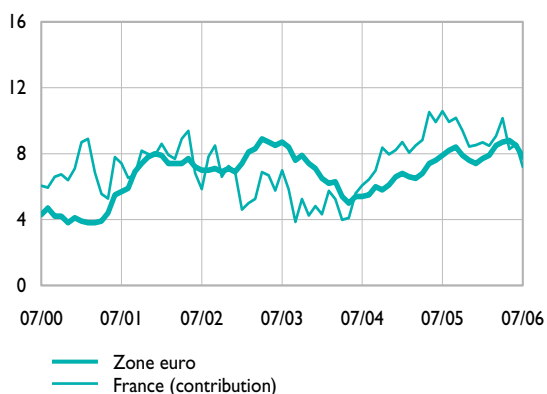
M2

(taux de croissance annuel en %)



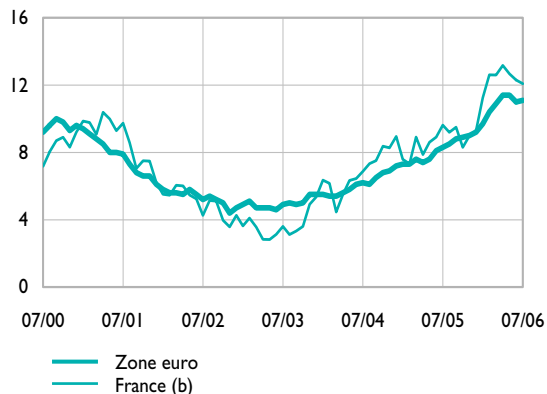
M3

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

(b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 12
Bilan de la Banque de France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	36,9	29,7	32,9	35,0	38,8
Crédits	11,5	17,7	27,4	30,3	23,0	26,0	28,3	31,7
IFM	11,1	17,3	27,1	30,0	22,7	25,7	28,0	31,4
Administration centrale	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	4,9	5,5	6,8	6,5	6,7	6,9	6,7	7,1
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	4,9	5,5	6,8	6,5	6,7	6,9	6,7	7,1
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	32,5	23,9	20,4	20,4	23,6	9,1	18,0	19,4
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	23,7	28,6	30,1	28,3	29,0
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	32,9	46,0	45,1	42,2	44,1
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	82,2	95,5	95,1	97,6	95,5
Total	158,9	174,9	210,0	196,2	223,4	212,3	220,9	226,8
Passif								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	37,9	36,9	25,6	37,3	40,5
IFM	27,8	28,7	28,6	37,1	35,9	24,7	36,4	39,6
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	3,8	7,3	8,2	6,8	10,7	11,7	11,2	10,7
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	151,4	175,7	174,5	172,5	175,5
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	104,2	110,9	111,3	113,1	114,9
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	35,5	32,9	45,7	39,0	50,0	50,0	47,9	47,9
Autres	5,8	7,4	16,3	8,3	14,8	13,1	11,5	12,7
Total	158,9	174,9	210,0	196,2	223,4	212,3	220,9	226,8

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002

(b) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

Figure 13
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	3 001,7	3 202,7	3 291,8	3 338,3	3 461,1	3 515,4	3 486,5	3 527,9
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 523,4	2 520,1	2 626,5	2 660,2	2 661,9	2 698,8
IFM	947,8	1 013,1	996,3	1 053,3	1 029,8	1 057,3	1 044,9	1 070,5
APU	142,0	139,5	150,8	130,8	145,1	144,3	150,4	147,2
Secteur privé	1 175,9	1 263,8	1 376,4	1 335,9	1 451,6	1 458,6	1 466,6	1 481,1
Titres autres que des actions	431,3	461,0	455,6	476,2	493,6	506,9	488,5	495,4
IFM ≤ 2 ans	129,8	162,6	140,0	159,5	163,6	177,6	160,8	166,7
IFM > 2 ans	49,9	53,3	57,4	56,4	56,4	58,4	60,6	63,5
APU	157,5	155,8	168,6	165,5	175,9	173,0	171,3	168,4
Secteur privé	94,2	89,4	89,6	94,8	97,6	97,8	95,9	96,7
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	78,1	69,4	78,3	80,7	82,2	81,5
Actions et autres participations	241,0	257,5	234,6	272,6	262,7	267,6	253,9	252,1
Autres États de la zone euro	467,1	555,1	727,0	636,1	822,5	839,1	810,6	819,6
Reste du monde	503,4	608,9	869,4	730,9	919,6	937,6	887,1	905,3
Non ventilés par zones géographiques	379,3	417,0	602,9	525,2	687,5	693,1	658,5	646,0
Total	4 351,5	4 783,8	5 491,1	5 230,6	5 890,8	5 985,2	5 842,7	5 898,8
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 242,3	2 256,5	2 240,9	2 265,5	2 291,4	2 281,1
IFM	933,1	1 006,6	1 011,3	1 052,2	1 013,9	1 058,9	1 055,8	1 052,4
Administration centrale	39,0	43,9	45,2	28,4	27,9	23,3	34,3	23,9
Autres secteurs	1 075,6	1 129,6	1 185,8	1 176,0	1 199,1	1 183,3	1 201,3	1 204,8
Dépôts à vue	344,1	357,1	395,3	382,0	396,7	386,8	405,5	406,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,6	45,5	53,4	51,4	57,2	56,7	60,6	61,1
Dépôts à terme > 2 ans	299,4	306,4	307,1	303,4	299,3	297,8	298,8	296,6
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	351,8	377,5	392,6	388,3	402,8	401,6	401,1	403,7
Pensions	30,7	43,2	37,4	50,9	43,0	40,4	35,3	36,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	271,1	254,7	320,0	330,6	318,5	314,0
IFM	173,6	201,5	226,4	212,6	264,0	274,9	260,4	259,4
Autres secteurs	28,2	37,1	44,7	42,0	55,9	55,8	58,1	54,7
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	757,2	640,0	859,1	885,4	828,1	868,0
Non ventilés par zones géographiques	1 672,1	1 853,2	2 220,5	2 079,4	2 470,7	2 503,7	2 404,6	2 435,7
Titres de créance émis ≤ 2 ans	218,3	259,4	271,3	282,4	325,5	343,2	316,4	319,0
Titres de créance émis > 2 ans	375,2	404,8	458,6	431,8	470,3	474,2	485,8	492,9
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	386,8	417,5	425,4	412,9	427,8
Capital et réserves	299,2	313,8	318,7	314,1	335,2	337,5	339,6	340,6
Autres	451,6	521,1	784,2	664,4	922,4	923,4	850,0	855,3
Total	4 351,5	4 783,8	5 491,1	5 230,6	5 890,8	5 985,2	5 842,7	5 898,8

NB : depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

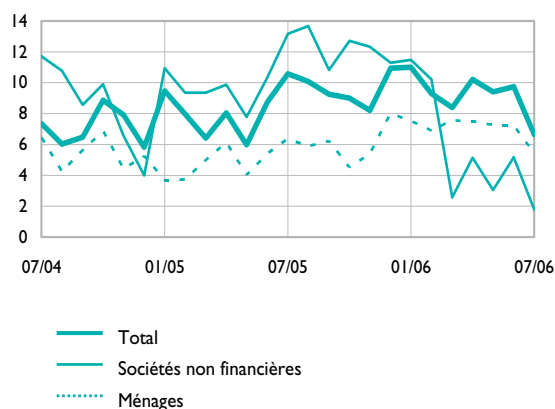
Figure 14
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,6	401,2	412,0	403,6	417,4	418,6
Ménages et assimilés	202,4	212,9	230,1	225,2	233,4	225,6	232,8	237,4
Sociétés non financières	120,0	124,2	139,9	133,6	129,9	130,9	137,6	135,5
Administrations publiques (hors adm. centrales)	39,2	47,8	55,6	42,3	48,8	47,1	47,0	45,7
Autres agents	19,2	17,5	22,6	21,6	31,1	29,3	33,6	31,8
Total – Encours	380,9	402,4	448,1	422,7	443,1	432,8	451,0	450,3
Total – Taux de croissance	6,6	5,8	10,9	10,6	10,2	9,4	9,7	6,6
Comptes sur livret								
Livrets A	112,2	113,5	112,1	113,3	112,3	111,8	111,3	111,8
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,7	17,3	17,3	17,3	17,5
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	39,3	39,0	38,7	38,5	38,6
Codevi	43,2	45,7	47,0	46,9	49,1	49,0	49,0	49,3
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,8	56,0	56,7	56,6	56,5	56,4
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,1	6,4	6,4	6,4	6,4
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,2	110,0	122,2	121,8	122,0	123,6
Total – Encours	351,8	377,5	392,6	388,3	402,8	401,6	401,1	403,7
Total – Taux de croissance	10,0	7,3	4,0	6,7	4,1	3,8	3,8	4,0

Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

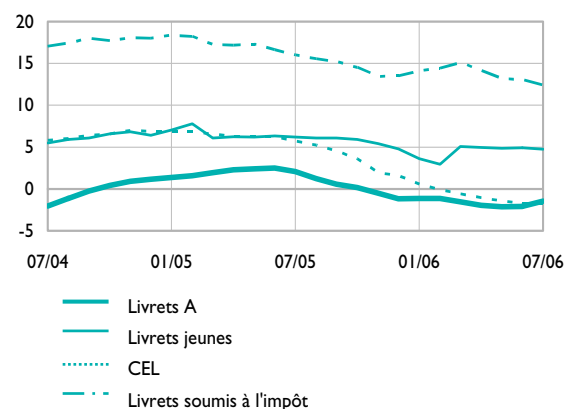


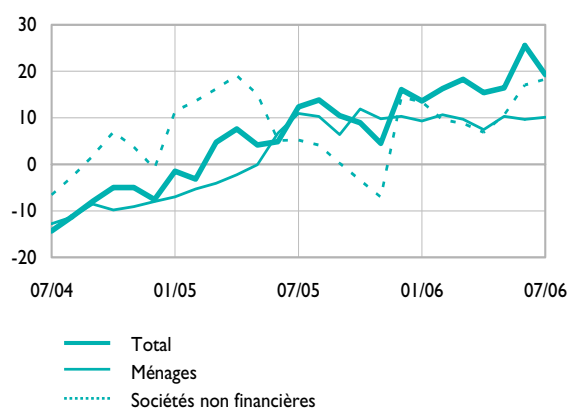
Figure 15
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,6	46,3	48,2	49,8	50,8	52,9
Ménages et assimilés	20,4	18,6	20,8	21,6	20,8	21,3	22,1	23,6
Sociétés non financières	23,3	22,8	26,5	24,5	27,0	28,1	28,3	28,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,4	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Autres agents	5,5	3,8	5,8	5,1	9,0	6,9	9,8	8,2
Total – Encours	49,6	45,5	53,4	51,4	57,2	56,7	60,6	61,1
Total – Taux de croissance	-16,9	-7,6	16,1	12,3	15,4	16,5	25,5	19,2
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,9	293,0	281,3	279,4	277,3	275,2
Ménages et assimilés	279,1	282,6	281,4	280,4	267,9	266,1	263,8	261,8
PEL	216,7	224,2	225,6	223,0	213,2	211,4	209,3	207,8
PEP	46,0	42,5	39,0	39,8	37,0	36,6	36,2	35,8
Autres	16,4	15,9	16,8	17,6	17,7	18,1	18,3	18,1
Sociétés non financières	9,9	13,1	13,5	12,6	13,4	13,3	13,4	13,4
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres agents	10,3	10,6	12,1	10,4	18,1	18,4	21,5	21,4
Total – Encours	299,4	306,4	307,1	303,4	299,3	297,8	298,8	296,6
Total – Taux de croissance	4,9	2,3	0,2	1,9	-3,5	-3,9	-3,2	-3,7

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

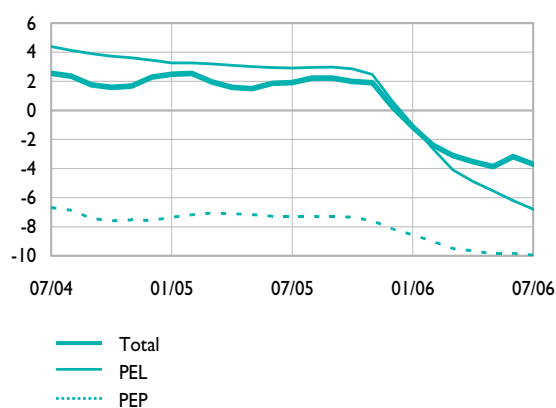
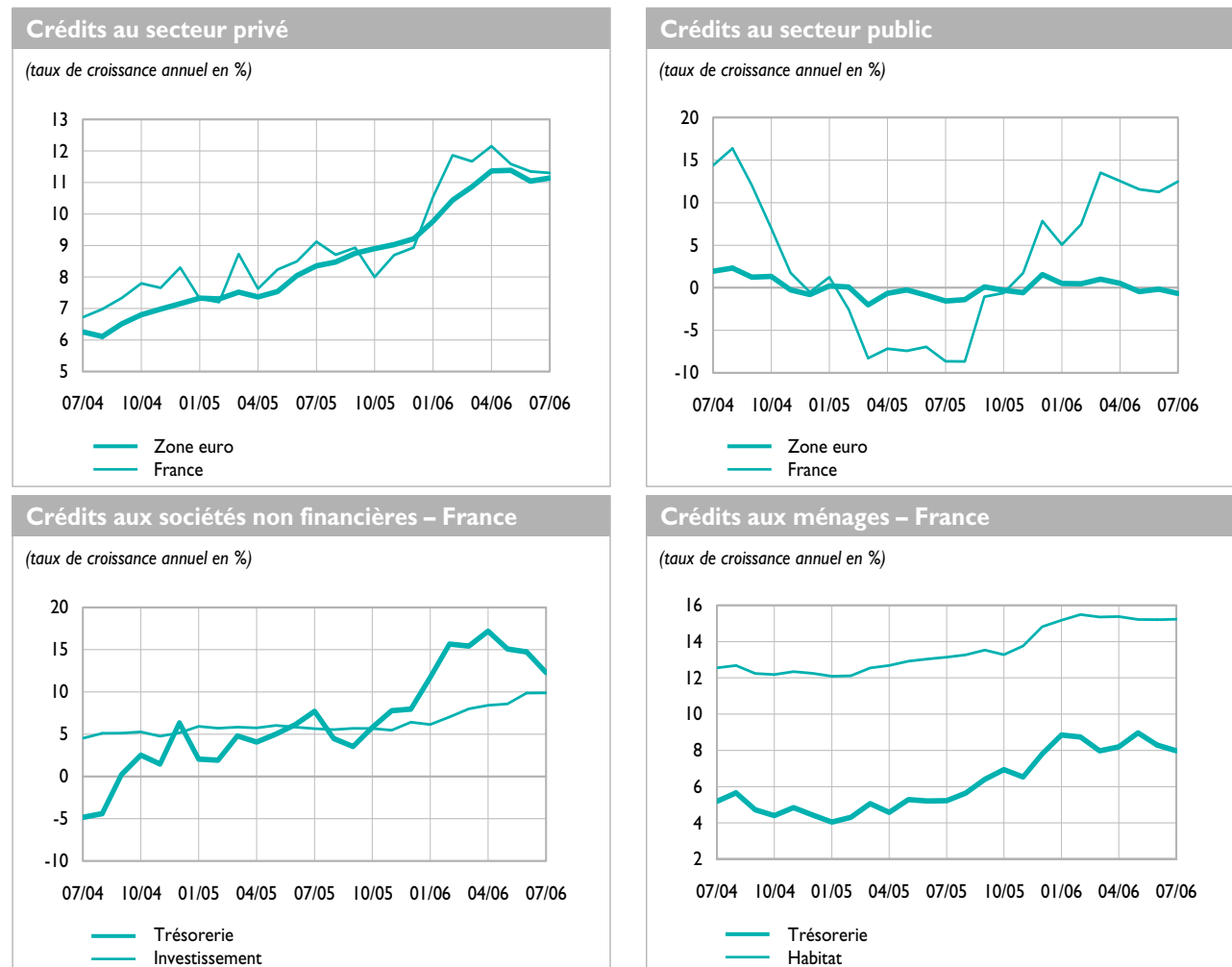


Figure 16
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2003	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 376,6	1 336,2	1 435,1	1 451,8	1 458,8	1 466,8	1 481,3
Administrations publiques	142,2	139,7	150,9	130,9	147,9	145,2	144,4	150,5	147,3
Total – Encours	1 318,4	1 403,7	1 527,5	1 467,1	1 583,0	1 597,0	1 603,2	1 617,3	1 628,6
Secteur privé	5,2	8,3	8,9	9,1	11,7	12,2	11,6	11,4	11,3
Administrations publiques	12,5	-0,5	7,8	-8,6	13,5	12,5	11,6	11,2	12,5
Total – Taux de croissance	6,0	7,4	8,8	7,3	11,8	12,2	11,6	11,3	11,4
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	207,1	216,3	229,9	222,5	235,8	237,3	239,1	242,9	244,6
Trésorerie	136,6	144,4	156,7	152,1	164,9	173,5	170,5	169,4	170,5
Autres objets	171,2	180,9	193,0	185,5	195,9	196,5	200,3	201,2	200,2
Total – Encours	514,8	541,5	579,6	560,2	596,5	607,3	610,0	613,6	615,3
Total – Taux de croissance	-1,1	6,0	7,2	6,2	10,6	10,6	10,9	11,3	10,3
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	385,5	438,1	503,6	475,6	520,2	524,3	529,0	538,7	547,8
Trésorerie	113,7	118,7	128,0	122,3	128,5	128,8	131,2	132,4	132,0
Autres objets	81,3	82,8	81,4	84,1	80,5	80,3	80,1	80,8	81,2
Total – Encours	580,5	639,5	712,9	682,0	729,2	733,4	740,3	751,8	761,0
Total – Taux de croissance	7,8	9,6	11,7	10,4	12,0	12,0	11,9	11,9	11,9

Figure 17
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France (a) et zone euro



(a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français

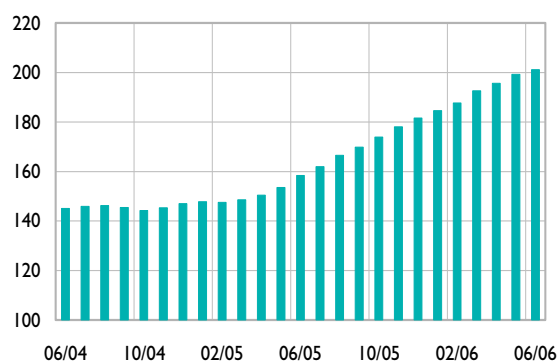
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2005			2006		
	avril	mai	juin	avril	mai	juin
Ensemble des contrats nouveaux	380,9	386,4	400,9	509,4	520,3	520,6
Crédits aux ménages	150,5	153,6	158,4	195,6	199,2	201,1
Consommation (hors découvert)	47,9	48,5	49,0	50,0	50,5	50,6
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	35,7	36,6	37,8	42,1	41,7	41,0
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	66,8	68,5	71,6	103,5	107,0	109,5
Crédits aux sociétés non financières	230,4	232,9	242,5	313,8	321,1	319,5
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	179,7	181,6	188,3	236,9	240,9	237,8
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	50,7	51,3	54,2	76,9	80,2	81,7

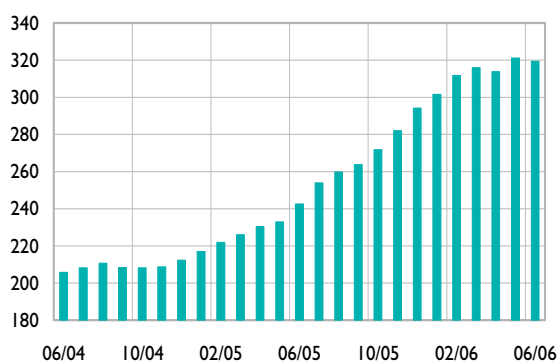
Ménages

(en milliards d'euros)



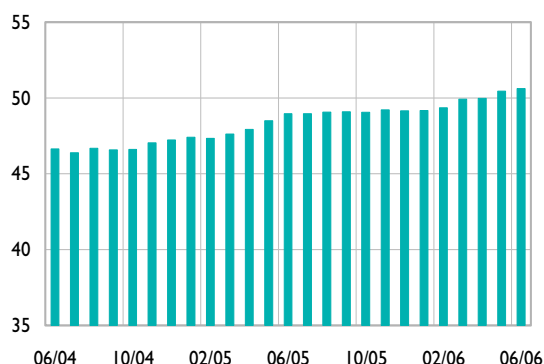
Sociétés

(en milliards d'euros)



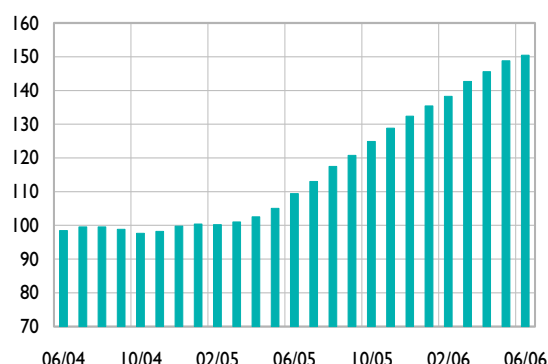
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.

Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an

Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

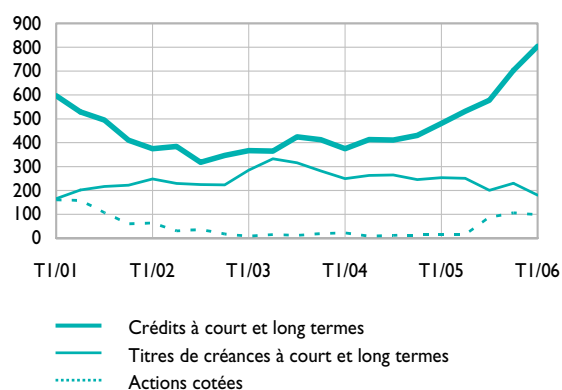
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux		Encours
	2005				2006	2006	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements							
Endettement	758,6	816,9	807,8	961,5	1 015,0	293,0	15 668,2
Crédits à court terme	39,2	62,0	63,6	89,1	109,4	23,3	1 672,8
Crédits à long terme	441,8	469,9	514,9	613,4	694,9	180,7	8 157,2
Titres de créances à court terme	24,3	17,0	4,1	8,2	4,7	21,0	842,8
Titres de créances à long terme	229,0	233,9	196,7	222,1	175,8	66,6	4 771,5
Dépôts reçus par les administrations centrales (a)	24,3	34,1	28,5	28,8	30,2	1,3	223,9
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	15,6	15,1	88,1	105,9	98,6	-2,5	4 082,8
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,0	13,3	13,4	12,7	13,3	3,4	317,1
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	57,6	58,5	56,0	53,9	50,3	-8,8	458,8
Dépôts à vue	159,2	188,1	176,2	230,2	182,4	-40,5	2 517,7
Dépôts remboursables avec préavis	86,5	76,8	70,0	45,3	47,0	17,4	1 506,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	23,3	27,9	41,2	26,2	70,7	27,1	1 629,3
Dépôts des administrations centrales	3,1	-12,3	-22,0	10,8	5,4	19,6	193,1
Dépôts auprès des non IFM	29,4	35,3	30,8	36,0	47,4	9,3	365,3
Titres de créances à court terme	33,0	17,5	10,0	-10,7	29,2	36,9	250,1
Titres d'OPCVM monétaires	-14,0	-14,5	-8,3	-0,6	-2,0	4,8	381,0
Pensions sur titres auprès des IFM	-2,7	-2,5	-5,2	-8,2	2,1	0,6	80,9
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	116,2	123,6	116,3	118,4	133,6	39,8	1 571,5
Placements de type obligataire	45,3	45,8	30,4	59,7	63,3	27,7	1 782,7
Placements de type actions et autres participations	22,4	-18,8	-35,0	20,9	-31,3	-50,3	2 908,4
Assurance-vie et fonds de pension	261,3	272,3	284,1	296,4	315,5	94,2	4 739,8
Titres d'OPCVM non monétaires	50,9	61,7	81,7	83,9	64,6	9,1	1 834,4

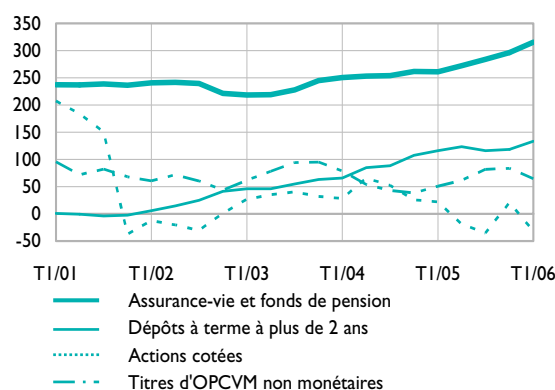
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Encours : estimation

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 septembre 2006

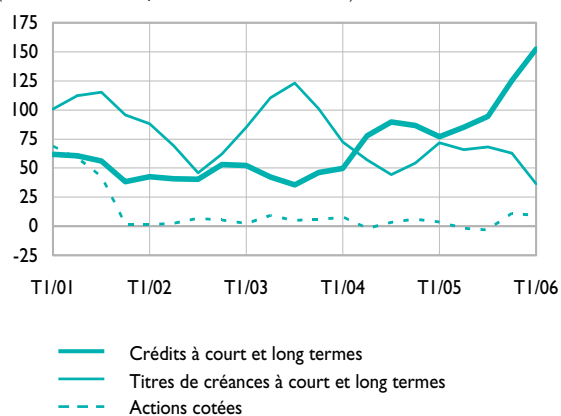
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux	Encours
	2005				2006	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Financements (a)						
Endettement au sens de la comptabilité nationale	175,2	189,0	196,1	227,0	235,1	2 858,9
Crédits à court terme	-2,1	-3,8	-1,3	11,1	24,0	222,3
Crédits à long terme	79,0	88,9	95,9	114,2	128,3	1 302,3
Crédits vis-à-vis des non-résidents	26,4	38,1	33,4	38,9	46,3	326,4
Titres de créances à court terme	-6,1	-10,1	-12,7	-1,3	-14,6	130,6
Titres de créances à long terme	77,9	75,8	80,9	64,0	51,1	1 135,3
Émissions d'actions et autres parts sociales	75,3	66,5	64,9	73,7	74,4	4 161,1
Actions cotées	3,8	-1,6	-3,0	11,2	9,5	1 257,4
Autres types de parts sociales	71,5	68,1	67,8	62,5	64,9	2 903,7
Placements						
Dépôts et titres à court terme	49,4	84,4	94,3	81,0	141,0	1 416,0
Monnaie fiduciaire	3,6	4,0	4,1	4,1	4,3	39,4
Dépôts à vue	24,7	30,7	31,7	38,9	26,8	405,0
Placements à vue	25,4	25,3	21,1	15,0	16,8	395,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	2,6	2,4	1,3	5,3	4,2	48,6
Dépôts des administrations centrales	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	13,7	51,9
Autres dépôts (à l'étranger ...)	-1,5	11,0	10,0	3,9	13,2	117,1
Titres de créances à court terme	-4,1	15,2	27,1	2,0	49,3	130,1
Titres d'OPCVM monétaires	2,5	5,0	7,9	11,6	14,2	218,1
Pensions sur titres d'IFM	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	-1,6	0,8
Autres titres à court terme	-2,1	-2,1	-1,9	-0,4	0,2	9,8
Placements à moyen et long termes	136,6	137,0	131,7	151,0	138,0	5 382,6
Dépôts à terme à plus de 2 ans	6,8	5,6	5,3	-0,8	-12,8	283,3
Placements de type obligataire	-7,0	0,1	2,9	9,3	4,1	161,9
Placements de type actions et autres participations	69,5	73,0	62,0	89,0	81,8	3 693,9
Assurance-vie et fonds de pension	68,1	70,2	73,8	77,3	93,8	1 043,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-0,7	-11,8	-12,3	-23,8	-28,9	199,6

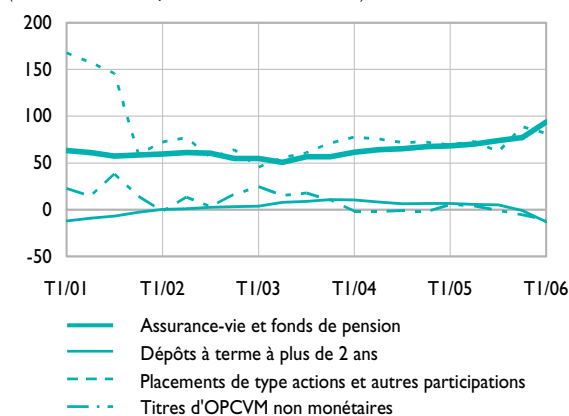
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

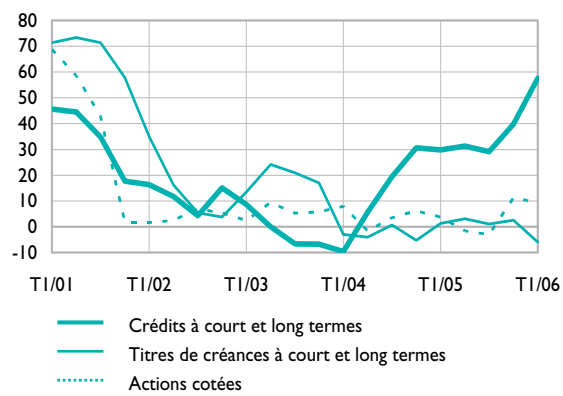
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux		Encours
	2005				2006	2006	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	57,6	72,5	63,5	81,3	97,9	26,1	919,8
Crédits à court terme	10,7	7,9	3,4	6,9	12,5	3,0	155,0
Crédits à long terme	19,2	23,4	25,7	32,9	45,1	14,5	472,7
Crédits vis-à-vis des non-résidents	26,4	38,1	33,4	38,9	46,3	13,5	326,4
Titres de créances à court terme	3,4	2,0	1,4	3,8	-3,6	1,5	42,2
Titres de créances à long terme	-2,0	1,0	-0,4	-1,2	-2,4	-6,4	251,8
Émissions d'actions et autres parts sociales	75,3	66,5	64,9	73,7	74,4	18,7	4 161,1
Actions cotées	3,8	-1,6	-3,0	11,2	9,5	-2,4	1 257,4
Autres types de parts sociales	71,5	68,1	67,8	62,5	64,9	21,1	2 903,7
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	21,6	32,4	45,6	28,0	59,4	9,9	440,1
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Dépôts à vue	10,7	12,2	12,6	14,1	3,6	-10,2	129,5
Placements à vue	0,8	1,1	0,4	0,0	-1,0	-0,6	3,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	3,5	1,2	0,1	3,3	2,2	0,7	27,1
Autres dépôts (à l'étranger ...)	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	1,2
Titres de créances à court terme	3,1	16,2	27,2	2,8	47,1	15,3	121,9
Titres d'OPCVM monétaires	4,2	3,4	7,4	8,2	8,7	4,9	147,8
Pensions sur titres d'IFM	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	-1,6	-0,2	0,8
Autres titres à court terme	-1,2	-1,2	-1,2	0,2	0,2	-0,2	7,9
Placements à moyen et long termes	43,3	34,8	29,0	49,6	48,8	6,6	2 778,2
Dépôts à terme à plus de 2 ans	2,5	1,4	1,6	0,3	-0,6	-0,5	13,0
Placements de type obligataire	-10,4	-7,3	-1,9	5,4	0,5	-5,5	54,8
Placements de type actions et autres participations	48,6	41,5	32,1	49,7	54,6	10,7	2 670,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	2,6	-0,8	-2,8	-5,8	-5,6	1,9	40,4

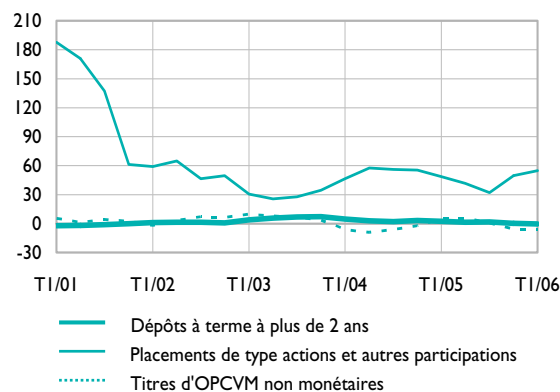
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

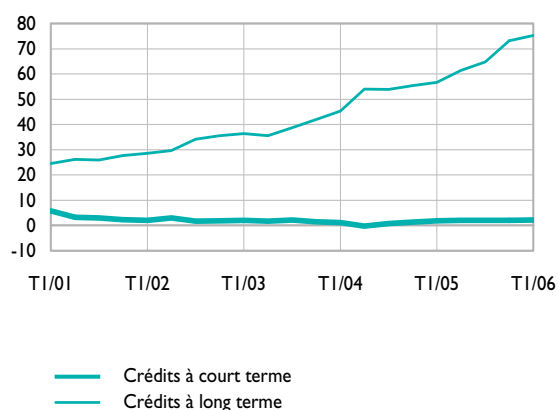
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux	Encours	
	2005				2006	2006	
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	
							mars
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	58,5	63,4	66,9	75,2	77,5	15,6	747,9
Crédits à court terme	1,8	2,1	2,1	2,0	2,2	0,3	39,9
Crédits à long terme	56,7	61,4	64,8	73,2	75,2	15,3	708,0
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	25,4	48,9	47,8	40,6	53,9	22,4	843,1
Monnaie fiduciaire	3,5	3,9	4,1	4,1	4,2	-0,5	39,0
Dépôts à vue	9,9	11,1	12,9	17,1	15,7	-5,5	224,6
Placements à vue	24,5	24,1	20,6	14,9	17,7	8,5	391,4
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,8	1,3	1,3	1,9	1,9	0,3	21,0
Autres dépôts (à l'étranger ...)	-1,4	10,9	9,9	3,9	13,0	16,2	115,8
Titres de créances à court terme	-7,3	-1,2	-0,1	0,0	2,2	1,1	5,5
Titres d'OPCVM monétaires	-3,0	-1,2	-1,0	-1,3	-0,8	2,3	45,8
Autres titres à court terme	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements à moyen et long termes	83,0	92,2	94,6	94,8	94,4	26,1	2 258,0
Dépôts à terme à plus de 2 ans	4,3	4,1	3,8	-1,1	-12,1	-11,1	270,3
Placements de type obligataire	1,2	5,5	2,0	-0,2	-2,7	-4,4	68,5
Placements de type actions et autres participations	14,4	25,6	26,0	34,8	35,7	3,3	730,8
Assurance-vie et fonds de pension	68,1	70,2	73,8	77,3	93,8	38,9	1 043,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-4,9	-13,3	-11,0	-16,0	-20,3	-0,6	144,5

Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)

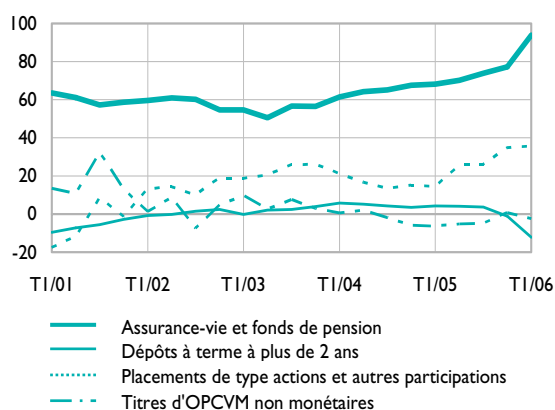


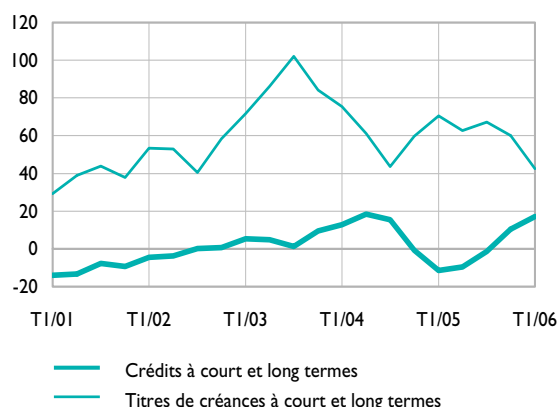
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux		Encours
	2005				2006	2006	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	59,1	53,0	65,7	70,5	59,7	14,7	1 191,2
Crédits à court terme	-14,6	-13,7	-6,7	2,2	9,2	2,6	27,4
Crédits à long terme	3,2	4,1	5,4	8,1	8,0	-5,3	121,6
Titres de créances à court terme	-9,5	-12,1	-14,2	-5,1	-11,0	-7,8	88,4
Titres de créances à long terme	79,9	74,8	81,3	65,2	53,5	25,2	883,5
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	2,4	3,1	0,9	12,5	27,7	4,7	132,8
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	4,1	7,4	6,2	7,8	7,4	-4,7	50,9
Placements à vue	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4
Dépôts des administrations centrales	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	13,7	6,4	51,9
Autres dépôts (à l'étranger ...)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créances à court terme	0,1	0,2	0,0	-0,8	0,0	0,3	2,8
Titres d'OPCVM monétaires	1,3	2,8	1,4	4,7	6,4	2,7	24,5
Autres titres à court terme	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6	0,0	-0,1	1,9
Placements à moyen et long termes	10,3	10,0	8,1	6,6	-5,2	-7,3	346,3
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	2,3	1,8	2,8	4,1	6,3	1,8	38,6
Placements de type actions et autres participations	6,5	5,8	3,9	4,4	-8,4	-8,5	293,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	1,6	2,3	1,5	-1,9	-3,0	-0,6	14,8

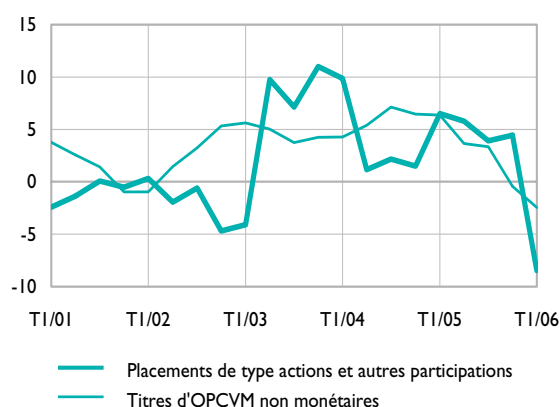
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

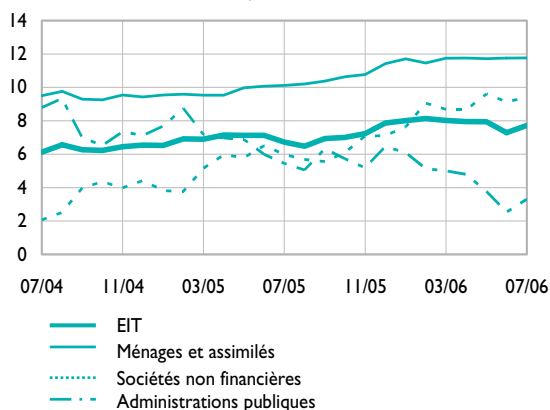
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

(taux de croissance en % et encours fin de période en milliards d'euros)

	Taux de croissance annuel						Encours
	2003	2004	2005	2006			2006
	déc.	déc.	déc.	mai	juin	juil.	juil.
Endettement Intérieur Total	6,2	6,5	7,9	7,9	7,3	7,7	3 192,0
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,7	11,8	11,8	781,7
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	6,0	4,4	5,4	40,0
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	12,2	12,1	741,7
Sociétés non financières	1,8	4,4	7,1	9,6	9,1	9,4	1 282,0
≤ 1 an	-1,3	7,9	11,0	10,5	9,9	11,4	481,5
> 1 an	3,5	2,6	4,9	9,1	8,7	8,2	800,5
Administrations publiques	10,7	7,1	6,5	3,8	2,5	3,3	1 128,3
≤ 1 an	26,6	1,2	-3,4	-7,3	-11,6	-12,0	123,3
> 1 an	8,3	8,2	8,1	5,4	4,6	5,6	1 004,9
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	3,7	6,7	9,2	11,1	11,2	10,9	1 576,5
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,7	11,8	11,8	781,7
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	6,0	4,4	5,4	40,0
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	12,2	12,1	741,7
Sociétés non financières	-1,2	5,6	7,0	10,5	10,6	9,7	646,8
≤ 1 an	-3,0	4,5	5,0	7,2	7,6	6,3	157,4
> 1 an	-0,6	6,0	7,7	11,6	11,7	10,9	489,4
Administrations publiques (c)	7,3	-0,5	7,4	10,8	10,6	11,8	148,0
≤ 1 an	50,3	-9,6	10,0	25,4	15,0	11,5	27,3
> 1 an	0,3	1,4	6,9	7,9	9,6	11,9	120,7
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	4,3	9,0	14,1	18,6	18,5	19,0	348,2
Financements de marché	9,8	5,8	5,0	1,9	0,3	1,4	1 267,3
Sociétés non financières	5,5	-2,2	0,7	-1,1	-3,0	-0,9	296,5
≤ 1 an	-22,9	0,2	10,8	-10,7	-16,0	-3,8	39,7
> 1 an	10,2	-2,4	-0,5	0,7	-0,7	-0,5	256,8
Administrations publiques	11,4	8,7	6,3	2,8	1,3	2,2	970,8
≤ 1 an	24,2	4,7	-6,7	-14,5	-19,1	-18,4	86,6
> 1 an	9,7	9,3	8,2	5,1	3,9	4,8	884,2

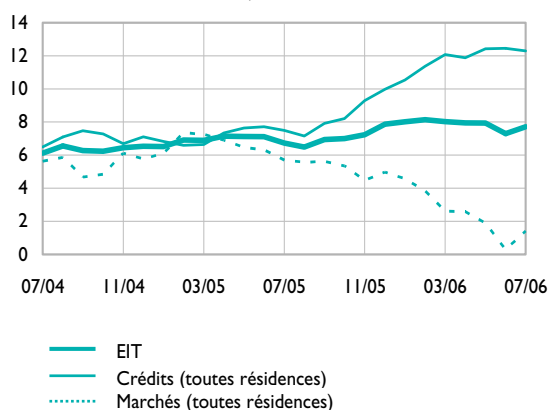
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efiposte).

(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public

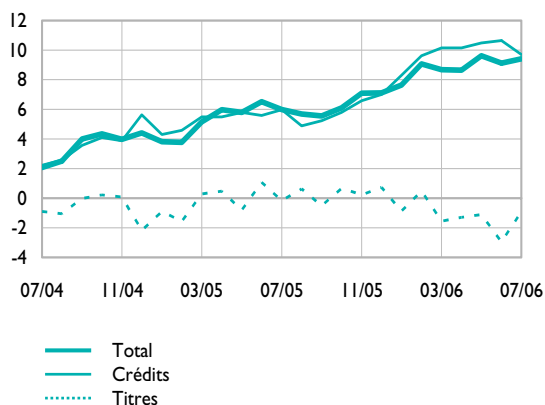
Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France

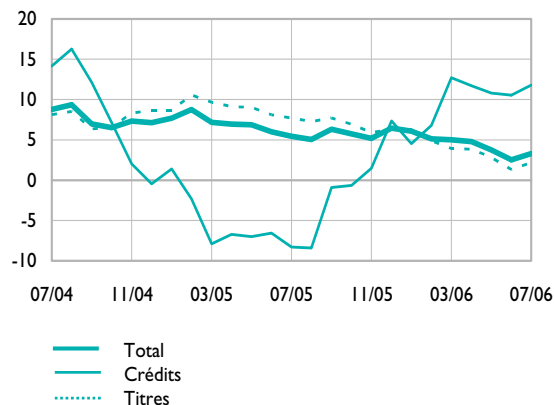
Endettement des sociétés non financières

(taux de croissance annuel, en %)



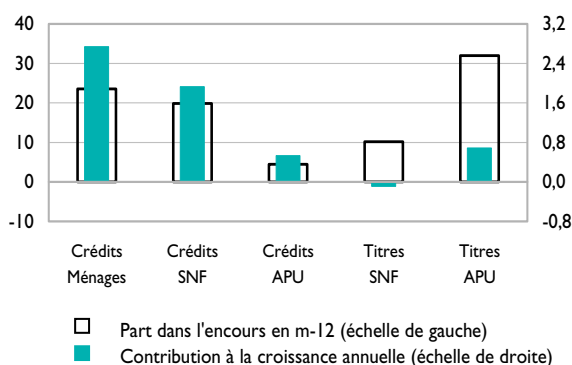
Endettement des administrations publiques

(taux de croissance annuel, en %)



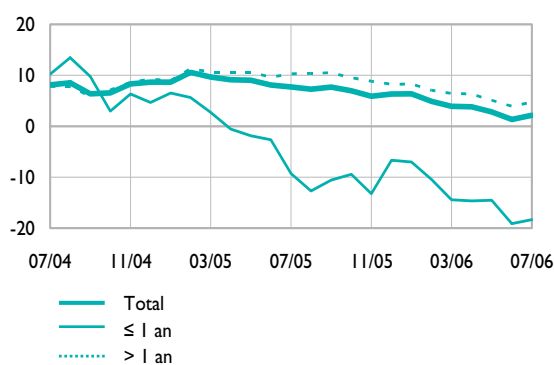
Contributions à la croissance annuelle de l'EIT Crédits et titres (a)

(données brutes, en %, à juillet 2006)



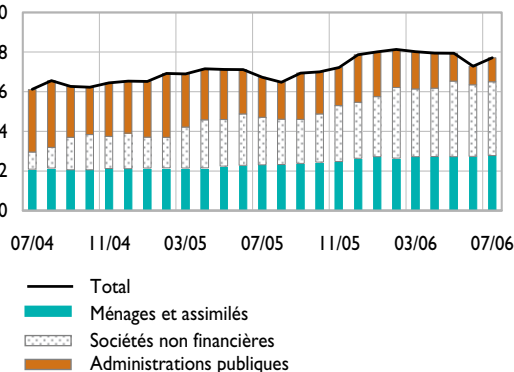
Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel, en %)



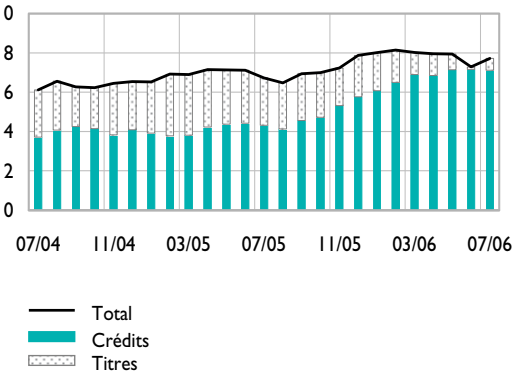
Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par agents

(en %)



Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par nature de financement

(en %)



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

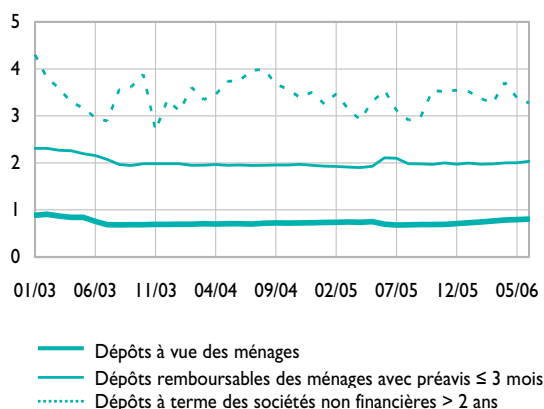
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	juin	fév.	mars	avril	mai	juin
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,70	0,74	0,76	0,79	0,79	0,81
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,95	1,97	2,11	1,97	1,98	2,00	2,00	2,03
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,50	3,55	3,54	3,37	3,28	3,71	3,38	3,27
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,35	2,21	2,35	2,34	2,29	2,28
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,68	2,73	2,70	2,78	2,81	2,79
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,61	3,31	3,54	3,56	3,52	3,49

Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)

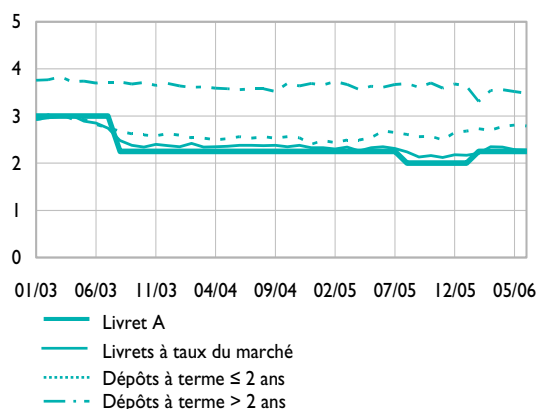
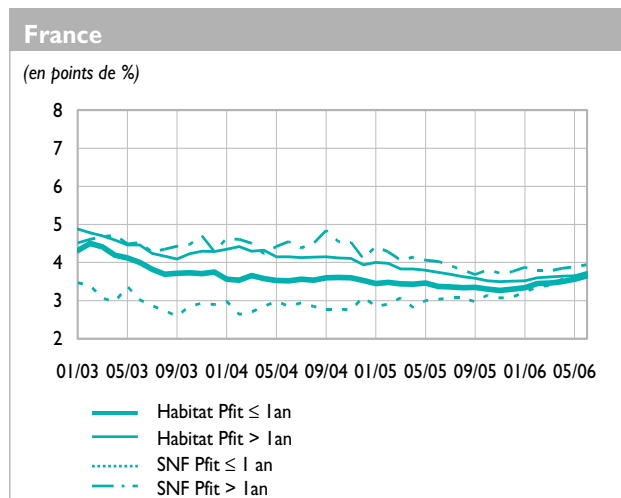
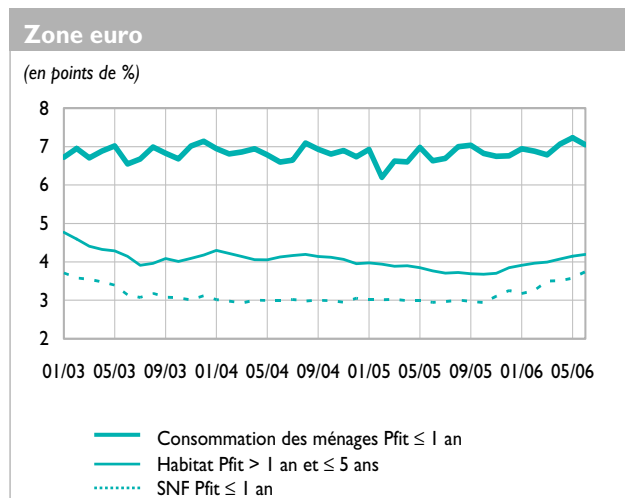


Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005						2006					
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,70	7,00	7,03	6,82	6,75	6,76	6,94	6,88	6,79	7,06	7,23	7,05
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,71	3,72	3,69	3,68	3,71	3,85	3,91	3,97	3,99	4,07	4,15	4,20
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,96	3,00	2,97	2,94	3,10	3,25	3,18	3,26	3,50	3,51	3,57	3,74
France												
Consommation des ménages	6,17	6,11	5,80	5,68	6,02	6,11	6,21	6,09	5,94	5,94	6,12	5,98
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,36	3,34	3,35	3,30	3,27	3,30	3,34	3,45	3,46	3,50	3,56	3,65
Pfit > 1 an (a)	3,69	3,63	3,59	3,52	3,50	3,51	3,52	3,60	3,62	3,64	3,65	3,74
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,07	3,07	2,97	3,15	3,07	3,09	3,23	3,35	3,41	3,56	3,64	3,68
Pfit > 1 an (a)	3,92	3,80	3,68	3,81	3,72	3,76	3,87	3,78	3,78	3,85	3,89	3,94



(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2005			2006	
	T2	T3	T4	T1	T2
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,58	13,08	13,03	13,36	13,65
Prêts personnels > 1 524 €	6,22	6,25	5,92	6,30	6,36
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,52	4,40	4,29	4,35	4,49
Prêts à taux variable	4,15	4,11	4,02	4,11	4,18
Seuils applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2005		2006		
	juil.	oct.	janv.	avril	juil.
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,77	17,44	17,37	17,81	18,20
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,29	8,33	7,89	8,40	8,48
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,03	5,87	5,72	5,80	5,99
Prêts à taux variable	5,53	5,48	5,36	5,48	5,57
	2005			2006	
	T2	T3	T4	T1	T2
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,72	4,72	4,47	4,87	4,84
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,33	5,44	5,03	5,47	5,26
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,43	5,48	5,00	5,47	5,30
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,49	4,26	4,36	4,69	4,72
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,91	3,44	3,43	3,66	3,91
> 1 524 490 €	4,13	2,72	2,98	3,05	3,12
Découvert					
≤ 15 245 €	9,24	8,68	8,62	9,01	9,99
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,43	7,26	6,73	8,35	8,01
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,60	5,47	5,69	7,03	7,01
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,01	4,38	4,39	4,85	5,10
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,94	3,47	3,20	3,87	4,68
> 1 524 490 €	4,08	3,69	2,81	3,13	3,54
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,26	4,31	4,17	4,28	4,26
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,45	4,79	4,64	4,73	4,44
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,15	4,37	4,32	4,66	4,54
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,74	4,05	3,67	4,10	4,10
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,18	3,19	3,02	3,42	3,67
> 1 524 490 €	3,01	2,98	2,81	3,03	3,24
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,99	3,83	3,68	3,83	4,14
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,89	3,71	3,60	3,75	4,02
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,80	3,61	3,52	3,61	3,86
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,78	3,61	3,47	3,58	3,70
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,58	3,47	3,40	3,49	3,66
> 1 524 490 €	3,29	3,02	3,00	3,30	3,67

Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

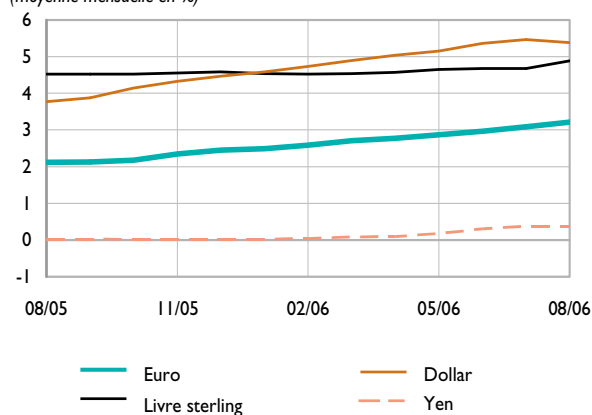
Figure 29
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 14/09/06
	2005		2006								
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											3,00
Au jour le jour	2,07	2,27	2,31	2,33	2,51	2,61	2,57	2,69	2,81	2,97	
À 3 mois	2,35	2,46	2,49	2,58	2,71	2,77	2,87	2,97	3,09	3,21	
À 1an	2,66	2,77	2,82	2,90	3,09	3,21	3,29	3,38	3,53	3,60	
Livre sterling											4,75
Au jour le jour	4,55	4,53	4,49	4,44	4,47	4,49	4,51	4,58	4,55	4,81	
À 3 mois	4,56	4,58	4,53	4,52	4,54	4,58	4,65	4,68	4,68	4,89	
À 1an	4,63	4,62	4,57	4,58	4,67	4,74	4,92	4,94	4,96	5,18	
Dollar											5,25
Au jour le jour	4,00	4,18	4,30	4,50	4,58	4,78	4,98	5,04	5,27	5,26	
À 3 mois	4,32	4,47	4,58	4,74	4,89	5,04	5,15	5,36	5,47	5,38	
À 1an	4,75	4,81	4,82	5,05	5,16	5,29	5,36	5,57	5,63	5,46	
Yen											0,40
Au jour le jour	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,07	0,21	0,29	
À 3 mois	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	0,09	0,18	0,31	0,38	0,38	
À 1an	0,12	0,12	0,12	0,18	0,31	0,39	0,51	0,57	0,65	0,62	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,50	3,38	3,34	3,51	3,69	3,96	4,00	4,01	4,03	3,90	
Allemagne	3,47	3,37	3,34	3,48	3,66	3,92	3,98	3,99	4,01	3,89	
Zone euro	3,53	3,41	3,39	3,55	3,73	4,01	4,06	4,07	4,10	3,97	
Royaume-Uni	4,31	4,21	4,08	4,17	4,31	4,51	4,64	4,64	4,64	4,63	
États-Unis	4,59	4,52	4,46	4,62	4,78	5,04	5,17	5,17	5,16	4,94	
Japon	1,52	1,54	1,47	1,57	1,70	1,91	1,91	1,87	1,91	1,81	

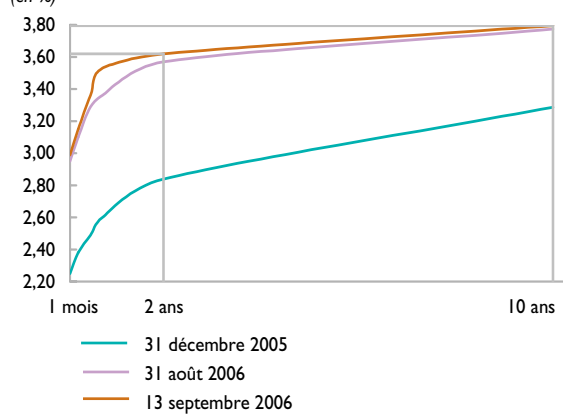
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)



Courbe des rendements des titres d'État – France

(en %)



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises
Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/07/2006 au 08/08/2006)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	449,9	0,7	449,2
Opération principale de refinancement	329,7		329,7
Opération de refinancement à plus long terme	120,0		120,0
Facilités permanentes	0,2	0,1	0,1
Autres opérations	0,0	0,6	-0,6
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	379,1	661,2	-282,1
Billets en circulation		588,2	-588,2
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		73,0	-73,0
Réserves nettes de change (y compris l'or)	327,6		327,6
Autres facteurs (net)	51,5		51,5
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			167,1
dont réserves obligatoires			166,5

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/07/2006 au 08/08/2006)

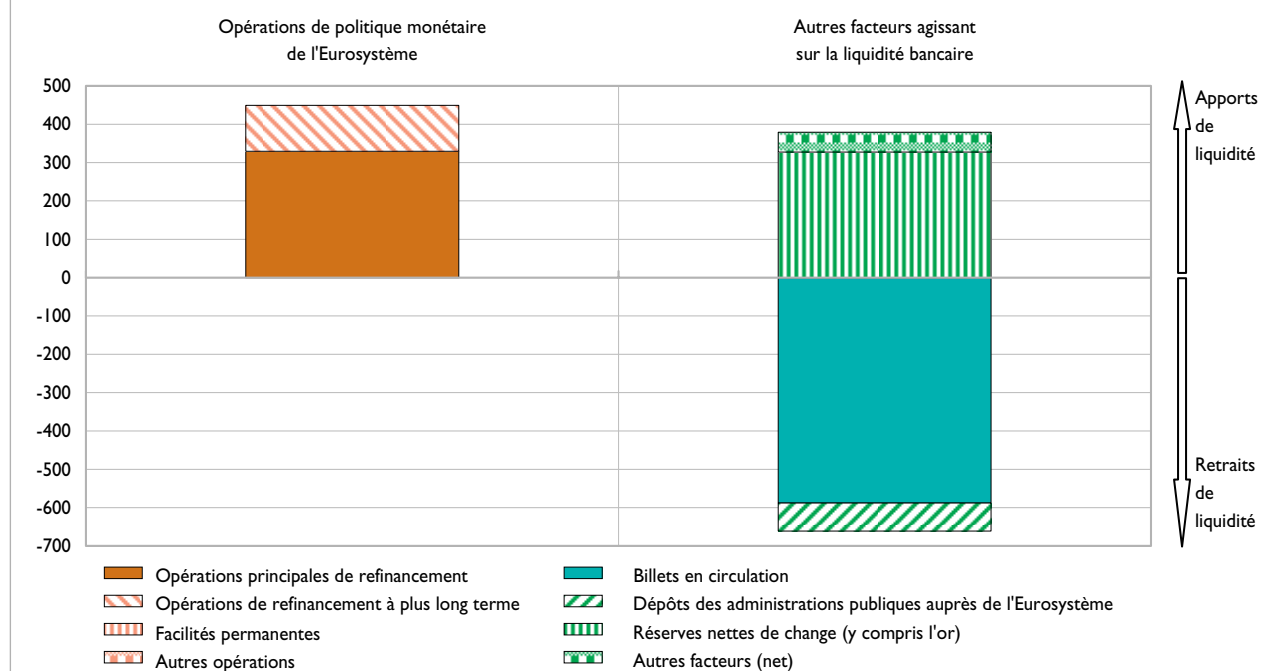


Figure 3 I
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

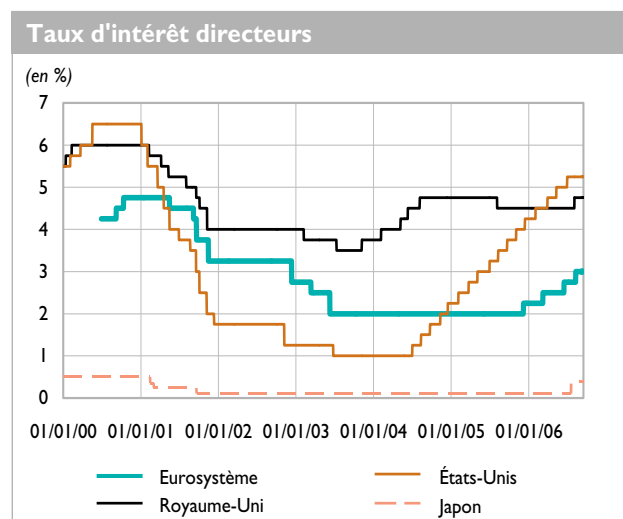
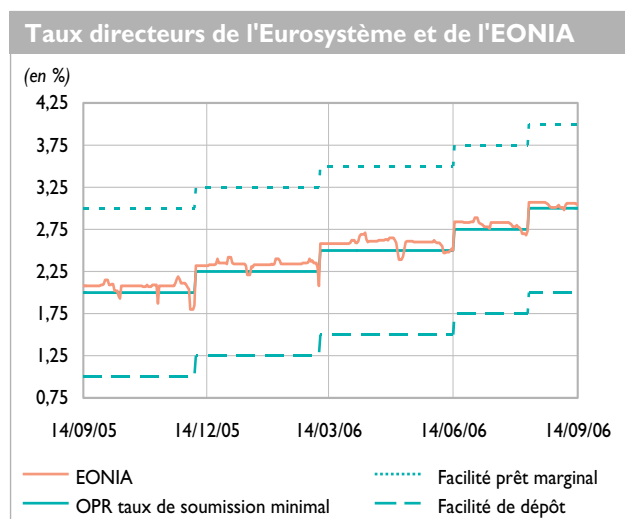
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
02/03/06	08/03/06	2,50	02/03/06	08/03/06	1,50	3,50
08/06/06	15/06/06	2,75	08/06/06	15/06/06	1,75	3,75
03/08/06	09/08/06	3,00	03/08/06	09/08/06	2,00	4,00

(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2006	9 août	3,05	3,06	2006	30 mars	2,73
	15 août	3,05	3,06		27 avril	2,76
	23 août	3,05	3,06		1 juin	2,87
	30 août	3,00	3,02		29 juin	3,00
	6 septembre	3,04	3,05		27 juillet	3,08
	13 septembre	3,04	3,04		31 août	3,20

(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2006	7 mars	157,66	29,74	158,29	29,86	0,63	0,12	2,31
	11 avril	158,88	30,62	159,49	30,71	0,61	0,09	2,56
	9 mai	160,40	30,71	161,18	30,85	0,78	0,14	2,58
	14 juin	162,59	31,13	163,32	31,21	0,73	0,08	2,57
	11 juillet	165,58	32,32	166,32	32,44	0,74	0,12	2,81
	8 août	166,48	32,52	167,09	32,63	0,61	0,11	2,80



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	137,59	256,66	228
11/03/06 au 17/03/06	117,39	263,29	229
18/03/06 au 24/03/06	115,95	269,12	229
25/03/06 au 31/03/06	117,05	269,37	230
01/04/06 au 07/04/06	106,74	269,88	229
08/04/06 au 14/04/06	100,80	268,89	231
15/04/06 au 21/04/06	119,93	270,19	231
22/04/06 au 28/04/06	173,77	285,77	233
29/04/06 au 05/05/06	127,90	284,85	232
06/05/06 au 12/05/06	130,89	283,92	230
13/05/06 au 19/05/06	163,83	302,95	232
20/05/06 au 26/05/06	124,15	303,68	231
27/05/06 au 31/05/06	26,39	269,17	225

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	16,64	70,61	83
11/03/06 au 17/03/06	20,62	69,38	84
18/03/06 au 24/03/06	20,24	69,23	82
25/03/06 au 31/03/06	17,55	67,85	82
01/04/06 au 07/04/06	16,49	68,40	83
08/04/06 au 14/04/06	14,97	70,11	84
15/04/06 au 21/04/06	16,77	69,15	83
22/04/06 au 28/04/06	20,61	69,48	85
29/04/06 au 05/05/06	13,79	71,92	84
06/05/06 au 12/05/06	12,99	72,73	83
13/05/06 au 19/05/06	14,96	72,66	84
20/05/06 au 26/05/06	13,50	73,36	85
27/05/06 au 31/05/06	4,86	67,62	82

Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	0,17	57,74	146
11/03/06 au 17/03/06	0,25	57,78	147
18/03/06 au 24/03/06	0,26	57,79	147
25/03/06 au 31/03/06	0,42	58,05	146
01/04/06 au 07/04/06	0,31	58,16	143
08/04/06 au 14/04/06	0,32	58,28	143
15/04/06 au 21/04/06	0,21	58,35	143
22/04/06 au 28/04/06	0,31	58,00	142
29/04/06 au 05/05/06	0,25	58,06	142
06/05/06 au 12/05/06	0,12	58,10	142
13/05/06 au 19/05/06	0,29	58,29	143
20/05/06 au 26/05/06	0,45	58,62	143
27/05/06 au 31/05/06	0,04	58,60	143

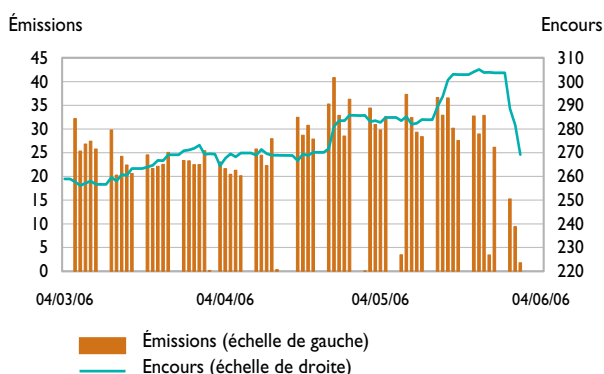
En raison de la migration de l'applicatif informatique de la banque de France, cette publication prend en compte les déclarations d'émissions communiquées à la Banque de France jusqu'au 31 mai 2006 15H.

(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêt (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France

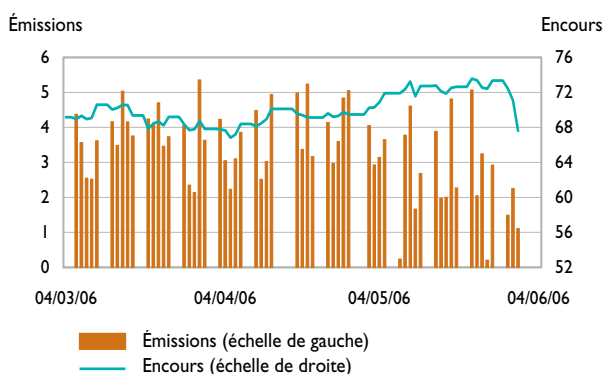
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



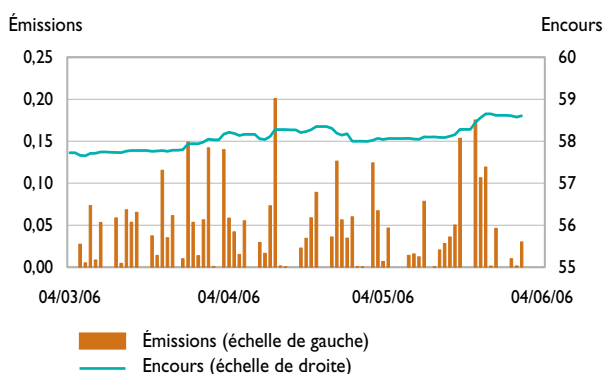
Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)

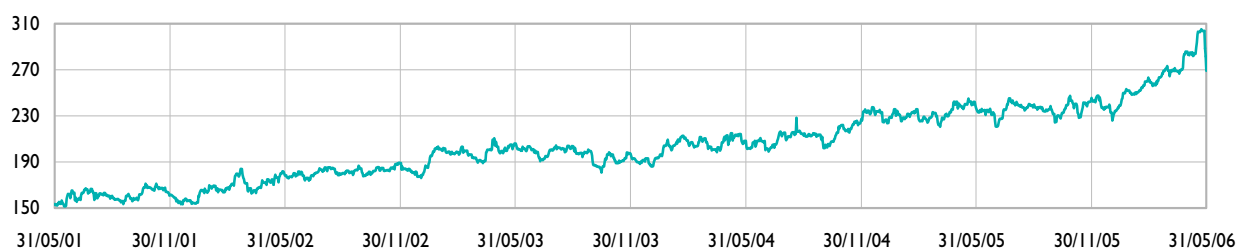


Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 33
Titres de créances négociables – France

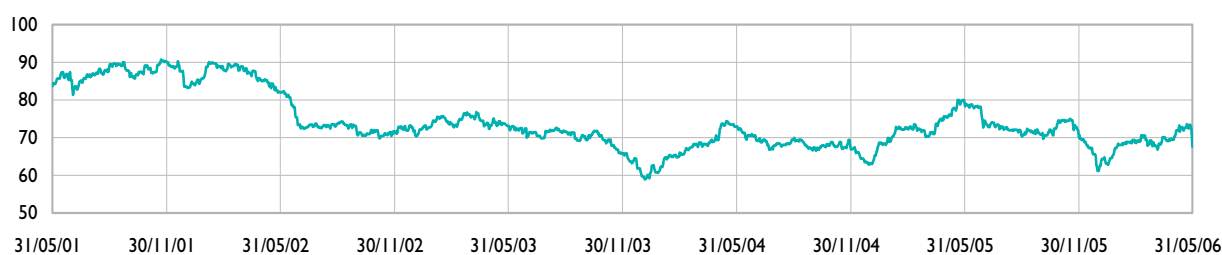
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



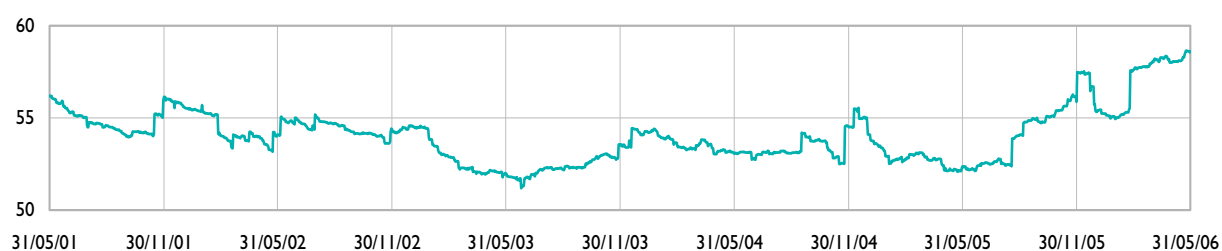
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



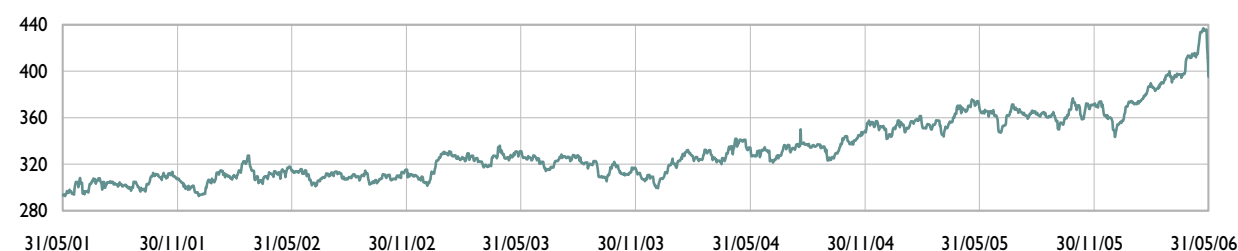
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2005		2006	2006
	sept.	déc.	mars	juil.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	393,62	387,77	404,21	425,04
OPCVM obligations	214,04	183,22	191,45	
OPCVM actions	237,93	254,02	287,80	
OPCVM diversifiés	242,55	251,14	278,48	
OPCVM de fonds alternatifs	14,16	15,96	19,59	
OPCVM garantis	0,21	0,09	0,09	
Fonds à formule	60,69	61,19	62,92	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

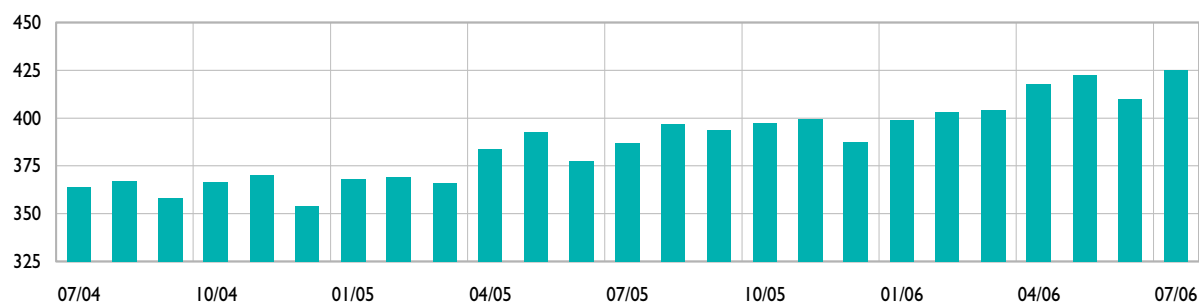


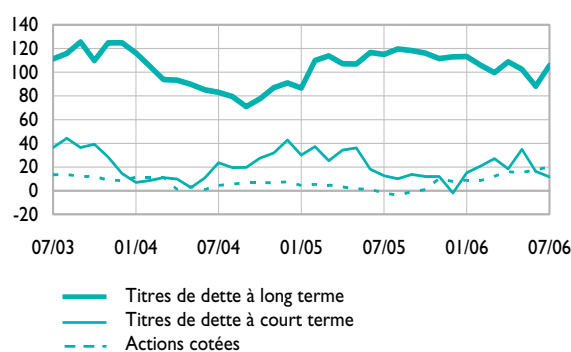
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	2005	2006
	déc.	déc.	juil.	12 mois	juil.	déc.	juil.
Titres de dette émis par les résidents français							
Total	1 870,4	1 993,8	2 072,3	117,3	17,1	5,9	6,0
Titres de dette à long terme	1 505,9	1 627,6	1 683,3	105,7	9,7	7,5	6,7
Administrations publiques	791,7	858,6	884,2	40,1	-0,6	8,2	4,7
Institutions financières monétaires (IFM)	422,0	477,7	509,9	66,6	8,5	11,4	14,9
Sociétés hors IFM	292,3	291,2	289,1	-1,0	1,8	-0,3	-0,3
Titres de dette à court terme	364,4	366,2	389,0	11,6	7,4	-0,5	3,1
Administrations publiques	115,0	108,5	86,6	-19,4	-0,7	-7,5	-18,3
Institutions financières monétaires (IFM)	213,6	218,0	262,7	35,1	6,4	1,5	15,5
Sociétés hors IFM	35,8	39,7	39,7	-4,1	1,8	10,1	-8,5
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	1 027,1	1 375,0	1 492,1	20,0	2,1	0,6	1,5

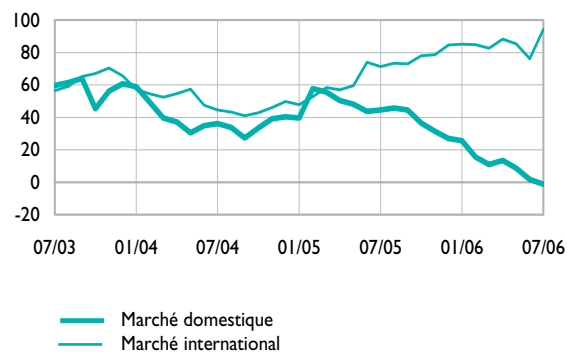
Émissions nettes de titres par les résidents français

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes de titres de dette à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français

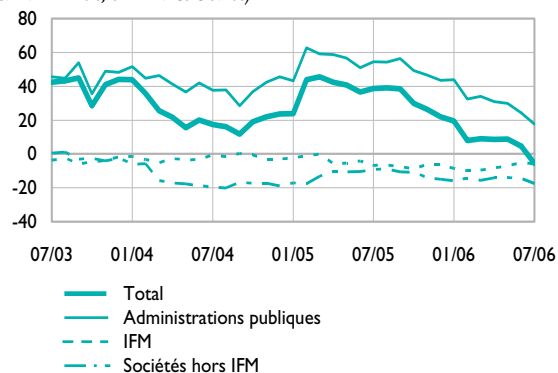
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	Cumul	2006
	déc.	déc.	juil.	12 mois	juil.	12 mois	juil.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	884,6	902,4	902,5	-5,7	-5,0	81,4	7,4
Administrations publiques	596,1	638,7	654,3	17,5	-0,3	65,4	6,4
Institutions financières monétaires (IFM)	156,7	150,2	143,8	-5,8	-1,6	12,1	0,7
Sociétés hors IFM	131,8	113,5	104,4	-17,4	-3,0	3,9	0,3
Actions françaises cotées							
Total	1 027,1	1 375,0	1 492,1	20,0	2,1	35,0	5,2
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	192,2	3,3	0,1	6,9	0,5
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 299,9	16,7	1,9	28,1	4,7

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

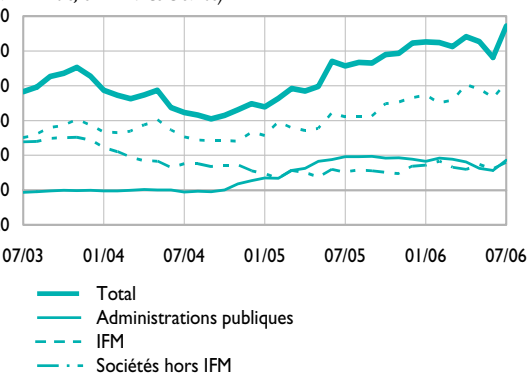
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes d'obligations

Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées

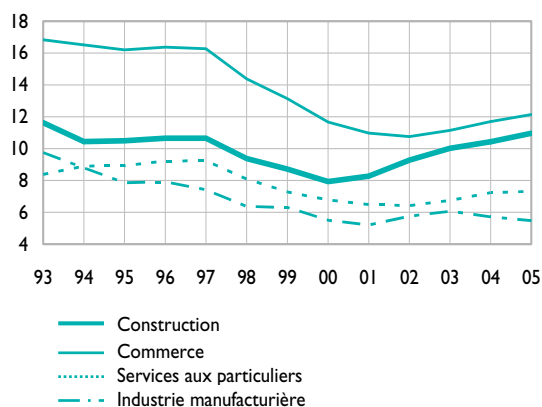
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005					2006						
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	82	142	119	147	135	133	133	145	137	133	126	114
Industrie	432	452	433	447	460	388	411	401	396	422	424	427
Agriculture et alimentaire	97	93	88	88	126	87	88	92	76	99	104	107
Biens de consommation	142	152	131	152	130	115	116	125	124	120	135	128
Automobile	1	6	5	4	6	7	3	3	4	7	10	5
Biens d'équipement	78	80	79	75	69	87	97	80	75	84	72	79
Biens intermédiaires	114	121	130	128	129	92	107	101	117	112	103	108
Construction	926	915	885	948	860	797	826	893	830	838	883	880
Commerce	980	1010	933	1048	965	941	912	935	875	932	993	954
Transports	155	176	156	166	154	141	139	150	127	134	131	133
Activités immobilières	133	114	105	111	123	102	97	113	96	127	105	102
Services aux entreprises	528	523	509	518	480	516	513	512	475	517	490	455
Services aux particuliers	599	638	581	595	581	573	500	580	572	596	576	598

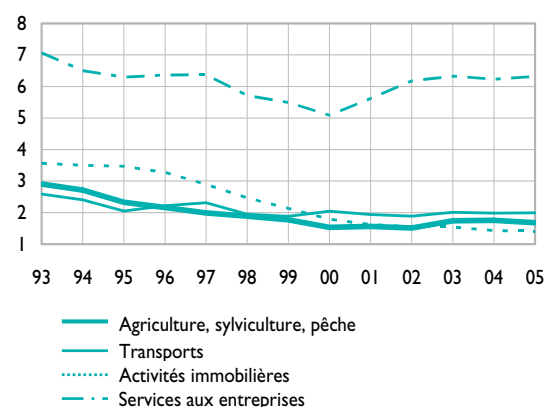
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



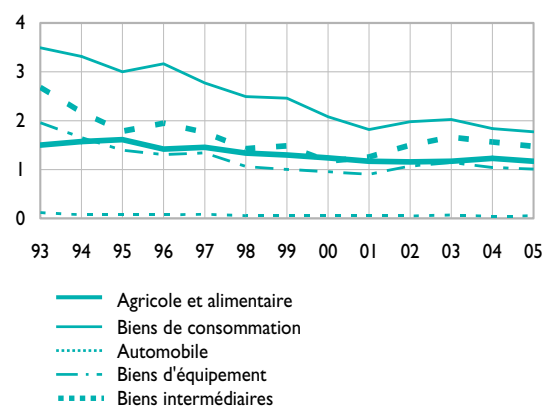
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

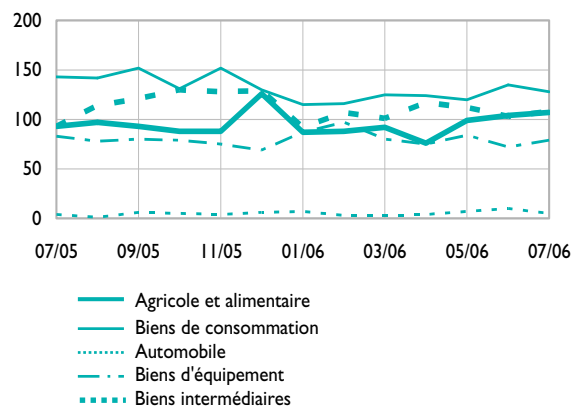


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.
Source : Banque de France

Réalisé le 15 septembre 2006

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

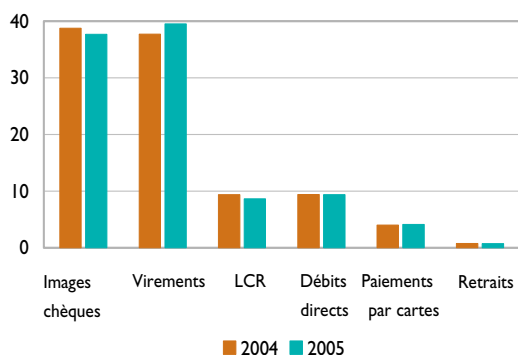
	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mai	juin	juil.	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 084	6 753	7 155	8 151	39,6
Virements	6 169	6 163	6 651	7 423	7 400	8 771	8 297	40,3
Virements	5 756	5 706	6 124	6 753	6 714	7 672	7 532	36,6
Télépaiements	413	457	527	670	687	1 099	765	3,7
LCR	1 710	1 661	1 652	1 620	1 325	1 832	1 390	6,8
Débets directs	1 608	1 619	1 658	1 758	1 820	1 760	1 704	8,3
Avis de prélèvement	1 446	1 453	1 495	1 599	1 668	1 654	1 612	7,8
TIP	162	165	164	159	152	106	92	0,4
Paiements par cartes	625	664	705	772	833	808	880	4,3
Retraits	141	137	133	136	146	142	156	0,8
Total	17 422	18 319	17 634	18 793	18 277	20 468	20 577	100,0

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mai	juin	juil.	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 784	12 196	12 057	12 116	24,9
Virements	6 374	6 600	6 705	7 055	6 659	7 685	7 130	14,6
Virements	6 368	6 593	6 695	7 038	6 629	7 667	7 104	14,6
Télépaiements	6	7	10	17	30	18	26	0,1
LCR	431	419	408	401	344	444	354	0,7
Débets directs	6 493	6 772	7 113	7 689	8 047	7 998	7 804	16,0
Avis de prélèvement	5 935	6 215	6 560	7 179	7 589	7 590	7 363	15,1
TIP	558	557	554	511	459	408	441	0,9
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 504	17 701	17 088	18 632	38,2
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 476	2 645	2 590	2 698	5,5
Total	43 308	44 307	44 845	46 910	47 591	47 861	48 735	100,0

**Évolution des parts de marché des principaux
moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



**Évolution des parts de marché des principaux
moyens de paiement scripturaux**

(% des volumes échangés)

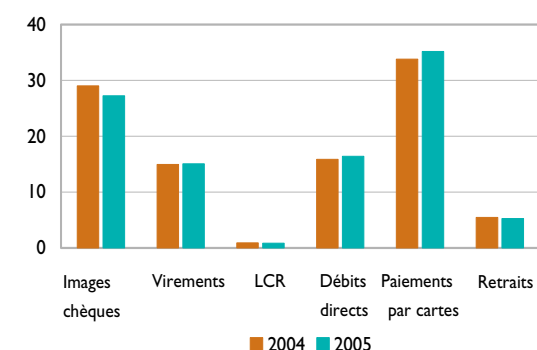


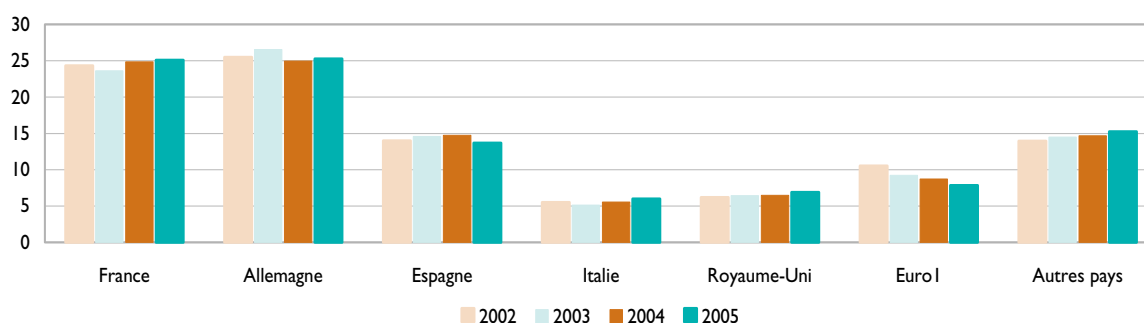
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					avril	mai	juin	Part
France	435	448	486	544	607	609	601	24,9
Target transfrontière	69	75	81	95	114	114	111	4,6
Target domestique (TBF)	287	302	338	386	426	435	429	17,7
Système net (PNS)	78	70	67	62	66	60	62	2,6
Allemagne (a)	489	504	488	547	623	604	631	26,1
Target transfrontière	129	141	143	163	191	189	199	8,2
Target domestique (ELS puis RTGS+)	360	364	345	384	432	415	432	17,9
Espagne	250	277	288	296	280	314	296	12,2
Target transfrontière	18	20	23	23	25	25	28	1,2
Target domestique (SLBE)	231	255	265	273	255	289	268	11,1
Système net (SEPI) (b)	1	1	1	-	-	-	-	-
Italie	99	97	108	449	148	150	158	6,5
Target transfrontière	34	33	32	41	49	47	48	2,0
Target domestique (BI-REL)	64	64	76	89	99	103	110	4,5
Royaume-Uni	111	122	127	319	174	170	177	7,3
Target transfrontière	85	93	101	114	129	125	134	5,5
Target domestique (Chaps Euro)	26	29	26	35	44	45	43	1,8
Euro I (c)	188	175	170	170	196	187	195	8,1
Autres pays	249	275	287	330	375	370	362	15,0
Total Union européenne (à 15)	1 821	1 899	1 955	2 166	2 401	2 403	2 419	100,0
Target transfrontière	485	537	564	651	750	738	758	31,3
Target domestique	1 066	1 113	1 150	1 281	1 387	1 417	1 402	58,0
Systèmes nets	269	249	240	233	264	249	258	10,7

Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Euro 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro 1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

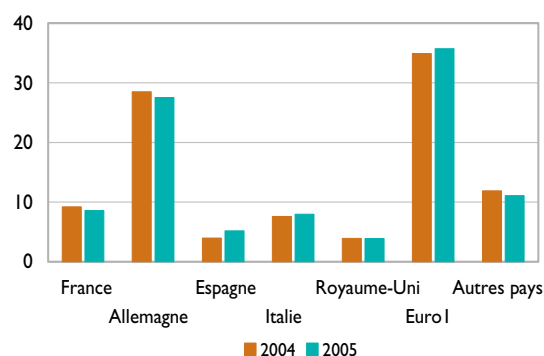
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					avril	mai	juin	Part
France	44 651	43 906	42 510	44 115	48 833	42 727	43 818	8,0
Target transfrontière	6 471	6 804	7 382	8 506	10 611	9 773	9 364	1,7
Target domestique (TBF)	8 490	8 353	8 069	8 589	9 444	7 773	9 091	1,7
Système net (PNS)	29 690	28 749	27 058	27 020	28 778	25 182	25 364	4,6
Allemagne (a)	125 075	128 596	131 502	141 403	159 722	151 273	149 136	27,1
Target transfrontière	16 855	18 027	19 232	19 846	21 944	21 182	20 864	3,8
Target domestique (ELS puis RTGS+)	108 220	110 569	112 270	121 557	137 778	130 091	128 273	23,3
Espagne	19 067	20 094	18 467	26 719	38 667	38 136	38 364	7,0
Target transfrontière	1 729	2 333	2 761	3 411	4 222	4 364	3 909	0,7
Target domestique (SLBE)	10 373	10 776	11 625	23 308	34 444	33 773	34 455	6,3
Système net (SEPI) (b)	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	41 043	44 333	46 182	44 409	8,1
Target transfrontière	6 173	6 741	7 274	7 802	8 611	8 909	8 273	1,5
Target domestique (BI-REL)	31 525	30 216	27 792	33 241	35 722	37 273	36 136	6,6
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	20 087	23 389	22 227	22 409	4,1
Target transfrontière	9 549	11 388	12 803	14 217	17 333	16 455	16 591	3,0
Target domestique (Chaps Euro)	4 820	5 447	5 320	5 870	6 056	5 773	5 818	1,1
Euro I (c)	134 902	152 365	161 085	183 447	200 389	167 682	190 273	34,6
Autres pays	51 412	52 953	54 888	57 008	62 833	61 455	61 773	11,2
Total Union européenne (à 15)	427 173	451 706	461 641	513 822	578 167	529 682	550 182	100,0
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	69 901	80 389	77 727	76 273	13,9
Target domestique	199 157	201 392	202 193	231 095	266 222	256 773	253 591	46,1
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	212 818	231 444	195 136	220 364	40,1

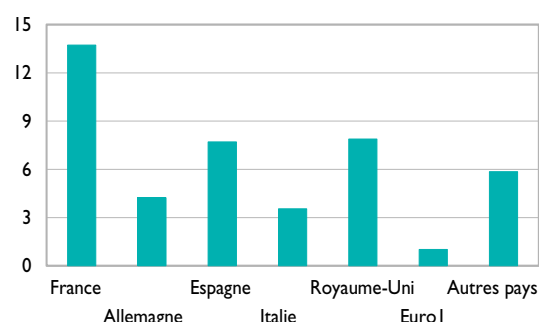
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en juin 2006

(en millions d'euros)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovénes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Euro 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro 1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 15 septembre 2006

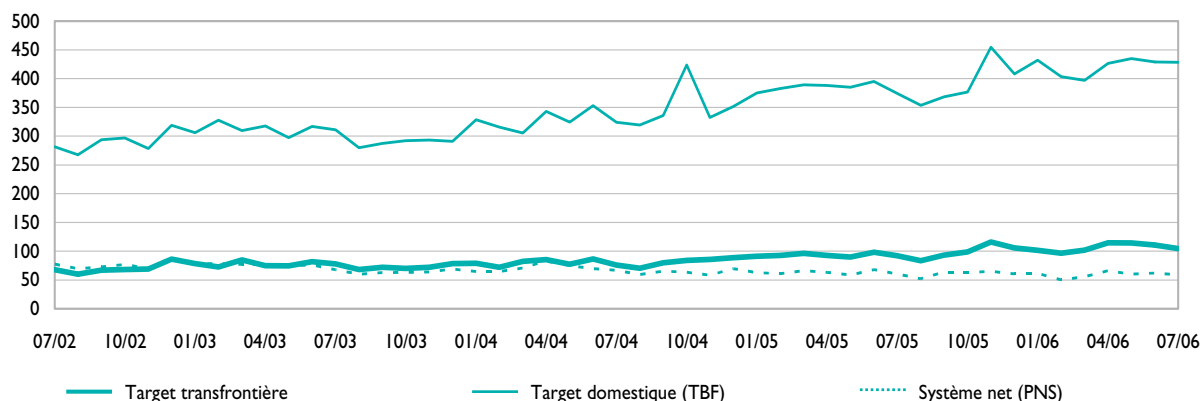
Figure 4 I
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mai	juin	juil.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,7	10,8	12,3	14,6	13,9	14,6	14,7	42,1
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	7,8	7,6	7,8	22,3
Titres mobilisés via le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	8,2	7,2	5,5	15,8
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	9,0	7,9	6,9	19,8
Total	24,8	25,3	30,7	33,9	38,9	37,3	34,9	100,0

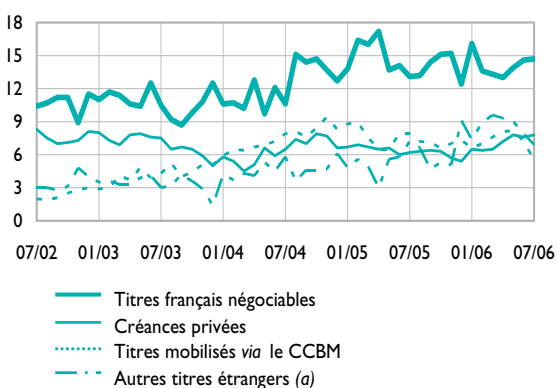
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

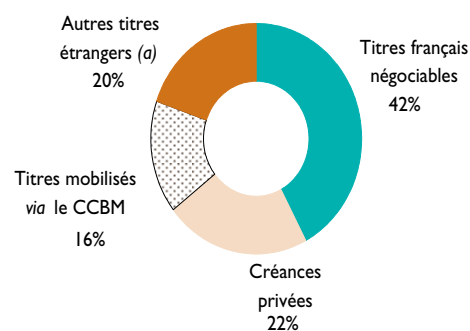


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en juillet 2006



(a) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii*¹. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 22 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le **groupe de 56 pays** partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

I | 2 Balance des paiements

Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les **résidents français** et les **non-résidents**, au cours d'une période donnée.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

¹ Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf>)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement [en fonction du secteur économique auquel appartient le résident](#) impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- les [autorités monétaires](#), c'est-à-dire la Banque de France ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale \(IFM\)](#), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que

des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

- les « [autres secteurs](#) », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le 5^e Manuel de la balance des paiements du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des [erreurs et omissions nettes](#) est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le [compte de transactions courantes](#) regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les [échanges de biens](#) sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les [échanges de services hors voyages](#) sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les [transports](#), éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les [services de communication](#), les [services de construction](#), les [services d'assurance](#), les [services financiers](#), les [services informatiques et d'information](#), les [redevances et droits de licence](#), les [autres services aux entreprises](#), qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les **voyages** constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les **revenus** sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les **rémunérations des salariés** comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les **revenus des investissements** correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les **transferts courants** constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur.

Les **transferts courants des administrations publiques** comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination

d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA – section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les **transferts des autres secteurs** sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le **compte de capital** regroupe les transferts en capital – remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants – et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur...).

Le **compte financier** est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la **définition de référence** détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations internationales (FMI, Eurostat, BCE), les **investissements directs** couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence

dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1^{er} janvier 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée **Produits financiers dérivés**, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur **swaps**.

Les **autres investissements** sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits

commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du 5^e Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les

entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les **encours d'investissements directs en valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La **position-titres** (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des **investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs)**, les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les **investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements)** comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêté du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les **encours de produits dérivés** comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les **autres investissements** comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger,

la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les **dépôts à terme** comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés. Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **instruments du marché monétaire** correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de **monétaires** tous les **actifs** financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans M3.

Contribution de la France à M3 : engagements monétaires, y compris les billets et pièces, des IFM résidant en France vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales) ainsi que les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales ou les crédits consentis par ces mêmes IFM. Depuis janvier 2002, les billets en circulation inclus dans M1 font l'objet d'un traitement qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Le taux de croissance des engagements monétaires des IFM résidant en France a été corrigé, à partir de janvier 2002, de l'effet lié à la rupture de la série des billets en circulation.

Les **crédits** incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « **toutes devises** ».

L'**endettement intérieur total** (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

BI-REL = Banca d'Italia Gross Settlement System

CCBM = Correspondent Central banking model

Chaps Euro = real-time gross settlement (RTGS) systems

EAF = Euro Access Frankfurt

ELS = Euro Link System

Euro 1 (ABE) = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

PNS = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)

POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

RTGS = Real-time gross settlement system

SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios

SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España

STEP1 = Système de paiement des ordres au détail

Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes

Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Statistiques de l'Eurosystème

Liens avec les rubriques statistiques des sites
des banques centrales du SEBC

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/stat_mone/stat_mone.htm

- Statistiques monétaires mensuelles (zone euro/France)
- Statistiques monétaires trimestrielles (créances et engagements des IFM françaises, dépôts et crédits par agents, réseaux et produits des établissements de crédit français, ventilation de l'actif net des OPCVM non monétaires français)

Enquête de conjoncture

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/conjonc/conjonc.htm

- Enquête mensuelle de commerce de détail
- Enquête mensuelle dans l'industrie
- Enquête financière trimestrielle auprès des établissements de crédit

Balance des paiements

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/balance.htm

- Données mensuelles (brutes : balance simplifiée, balance détaillée, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données trimestrielles (brutes, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données annuelles (brutes, complément : 1946-2003)

Position extérieure

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/bdppaf/bdppaf.htm

- Position extérieure globale (période 1994-2004)
- Stocks d'investissements directs (ventilation géographique et sectorielle depuis 1994)
- Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique depuis 1999)

Activité financière internationale

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/activfin/activfin.htm

- Change à terme des banques résidentes
- Options de change des banques résidentes
- Créances internationales consolidées des banques françaises
- Arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie
- Arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

Comptes nationaux financiers

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm

- Séries longues

Comptes nationaux financiers trimestriels

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon.htm

Abréviations

| Organismes et institutions

BEA	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BIT	Bureau international du travail
BLS	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext	Bourse paneuropéenne, née en 2000
FMI	Fonds monétaire international
Eurostat	Office statistique de l'Union européenne
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>

| Indices

CAC 40	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
EUROSTOXX 50	Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI	Indice japonais
NM	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500 ou Standard and Poor's 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)

| Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
CA	Canada
CY	Chypre
CZ	République tchèque
DE	Allemagne
EE	Estonie
ES	Espagne
FI	Finlande
FR	France
GB	Royaume-Uni
GR	Grèce
HU	Hongrie
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

| Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF-FAB	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>
CEL	Compte épargne-logement
Cjo	Données corrigées des jours ouvrés

CODEVI	Compte pour le développement industriel
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	<i>Euro medium term notes</i>
FBCF	Formation brute de capital fixe
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IDE	Investissements directs à l'étranger
ISBLM	Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
PEL	Plan d'épargne logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
UE 15	Union européenne à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
UE 25	Union européenne à vingt-cinq pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède)
UEM	Union économique et monétaire
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>

Documents publiés

Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

Exercice 2005, mai 2006

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1er janvier 2004

Année 2004

« L'effet de la diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) sur la productivité par employé en France », n° 121, janvier

« Productivité du travail des grands pays industrialisés : la fin du rattrapage des États-Unis ? », n° 121, janvier

« Les ruptures de tendance de la productivité par employé de quelques grands pays industrialisés », n° 121, janvier

« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 121, janvier

« Indicateurs de productivité », n° 121, janvier

« Le coût du crédit aux entreprises », n° 121, janvier

« Comment mesurer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ? », n° 122, février

« Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne », n° 122, février

« Le « paradoxe de la crédibilité » en question », n° 122, février

« Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », n° 122, février

« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 2003 », n° 122, février

« Enquête financière – Quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les placements en valeurs mobilières au troisième trimestre 2003 », n° 122, février

« Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2003 », n° 122, février

« Le concept d'attractivité en Union monétaire », n° 123, mars

« L'attractivité des places financières », n° 123, mars

« L'attraction des investissements directs et des filiales étrangères dans la globalisation », n° 123, mars

« L'attractivité de la France au travers d'une sélection d'indicateurs », n° 123, mars

« La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », n° 124, avril

« Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne », n° 124, avril

« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2003 », n° 124, avril

« Les normes financières et comptables et la gouvernance d'entreprise », n° 125, mai

« Les comptes financiers de la Nation en 2003 : désendettement des entreprises et croissance de la dette publique », n° 125, mai

« Une détention internationale des titres européens plus centrée sur l'Europe », n° 125, mai

« Enquête financière – Premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Structure du bilan des institutions financières monétaires en France et dans la zone euro », n° 125, mai

« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

NB : Ces documents sont disponibles sur le site internet www.banque-france.fr.

- « La balance des paiements de la France en 2003 », n° 126, juin
- « La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger », n° 126, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003 », n° 126, juin
- « Écarts de productivité entre l'Europe et les États-Unis », n° 126, juin

- « La persistance de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 127, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2003 », n° 127, juillet
- « Premier éclairage sur les PME de l'industrie française en 2003 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 127, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 127, juillet
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au premier trimestre 2004 », n° 127, juillet

- « Les mesures budgétaires exceptionnelles », n° 128, août
- « L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », n° 128, août
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2003 », n° 128, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2004 », n° 128, août
- « Les marchés mondiaux de matières premières en juin 2004 », n° 128, août

- « L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis », n° 129, septembre
- « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », n° 129, septembre
- « La situation des entreprises industrielles françaises – Bilan 2003 », n° 129, septembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004 », n° 129, septembre

- « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages français ? », n° 130, octobre
- « Principaux résultats pour la France de l'enquête triennale BRI changes-dérivés de gré à gré d'avril 2004 », n° 130, octobre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2004 », n° 130, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 130, octobre

- « L'activité sur les marchés de change et de produits dérivés de gré à gré sur la place de Paris en avril 2004 », n° 131, novembre
- « Enquête financière – Troisième trimestre 2004 », n° 131, novembre
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2004 », n° 131, novembre

- « La délocalisation », n° 132, décembre
- « Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ? », n° 132, décembre
- « Les résultats des établissements de crédit en 2003 et au premier semestre 2004 », n° 132, décembre
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2003 », n° 132, décembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2004 », n° 132, décembre

Année 2005

- « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
- « Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
- « Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
- « Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier

- « Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février

- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
- « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
- « Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février
- « Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
- « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars
- « Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
- « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril
- « Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
- « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
- « Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
- « Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai
- « La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
- « La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
- « Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
- « Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
- « Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin
- « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
- « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
- « Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet
- « Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
- « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
- « Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août
- « Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
- « La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
- « Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
- « La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre

- « La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
- « Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
- « Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
- « La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre

- « L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
- « Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
- « Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre

- « L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
- « L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
- « L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
- « Target 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
- « Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
- « Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

Année 2006

- « Allocution introductive au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
- « Remarques conclusives au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
- « Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème », n° 145, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 145, janvier
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », n° 145, janvier

- « Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
- « Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
- « Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février

- « La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
- « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars

- « La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », n° 148, avril
- « La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », n° 148, avril
- « La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », n° 148, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 148, avril

- « La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai
- « Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai
- « La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai
- « Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai

- « Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin
- « Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin
- « Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin

- « La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
- « Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
- « Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
- « Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
- « Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet
- « Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », n° 152, août
- « Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral », n° 152, août
- « Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », n° 152, août
- « Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises », n° 152, août
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 152, août

Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

- « Les critères de taille des entreprises et l'appartenance à un groupe »
- « Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
- « Les incidents de paiement sur effet de commerce »
- « Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
- « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
- « La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
- « Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
- « Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
- « Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
- « Multibancarité »
- « La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
- « Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
- « Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
- « Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
- « Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
- « La durée d'utilisation des équipements »

Études parues dans la *Revue de la stabilité financière* depuis l'origine

- « Eurosysteme, zone euro et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière » n° 1, novembre 2002
- « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », n° 1, novembre 2002
- « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Infrastructures post-marché et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Le système CLS : une réponse au risque de règlement dans les opérations de change », n° 1, novembre 2002
- « Codes et standards internationaux : enjeux et priorités pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002

- « La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation », n° 2, juin 2003
- « Vers un « continuum de marché » ? Modèles structurels et interactions entre marchés de crédit et d'actions », n° 2, juin 2003
- « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », n° 2, juin 2003
- « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », n° 2, juin 2003
- « Normalisation comptable internationale et stabilisation financière », n° 2, juin 2003
- « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », n° 2, juin 2003

- « Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », n° 3, novembre 2003
- « Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ? », n° 3, novembre 2003
- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 3, novembre 2003
- « Les défis de la gestion alternative », n° 3, novembre 2003
- « La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit », n° 3, novembre 2003
- « Vulnérabilités et surveillance du système financier international », n° 3, novembre 2003

- « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », n° 4, juin 2004
- « Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », n° 4, juin 2004
- « Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », n° 4, juin 2004
- « Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américain et européens », n° 4, juin 2004
- « *Goodwill*, structures de bilan et normes comptables », n° 4, juin 2004

- « Bilan des "stress tests" menés sur le système bancaire français », n° 5, novembre 2004
- « Assurance et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
- « La surveillance des moyens de paiement scripturaux : objectifs et modalités de mise en œuvre », n° 5, novembre 2004
- « La robustesse des infrastructures post-marché et des systèmes de paiement », n° 5, novembre 2004
- « Gestion du risque de crédit et stabilité financière », n° 5, novembre 2004

- « Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005
- « Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005
- « Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005
- « La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005
- « Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005

- « Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière », n° 7, novembre 2005
- « Capital réglementaire et capital économique », n° 7, novembre 2005
- « Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières », n° 7, novembre 2005
- « L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 7, novembre 2005
- « (Re)structuration des dettes souveraines. Où en est-on ? », n° 7, novembre 2005

- « Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation », n° 8, mai 2006
- « La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », n° 8, mai 2006
- « Productivité et prix des actifs boursiers », n° 8, mai 2006

- « Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par les capitaux propres nets en risque – ou *net worth at risk* », n° 8, mai 2006
- « Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie », n° 8, mai 2006
- « Les implications de la globalisation pour la stabilité financière », n° 8, mai 2006

Les notes d'études et de recherche

- « Une évaluation de l'adéquation des modèles de prix visqueux aux données », n° 104, 2004 (en anglais)
- « Introduction de rigidités sur le marché du travail dans un modèle macroéconomique à anticipations rationnelles », n° 105, 2004 (en anglais)
- « MASCOTTE : modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », n° 106, 2004
- « Le "*Bank Bias*" : segmentation des familles de fonds en France », n° 107, 2004 (en anglais)
- « Allocation optimale du portefeuille en présence de non-normalité », n° 108, 2004 (en anglais)
- « Stabilité des prix et stratégie de politique monétaire unique », n° 109, 2004
- « Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 110, 2004
- « *The breaks in per capita productivity trends in a number of industrial countries* », n° 111, 2004
- « *ICT diffusion and potential output growth* », n° 112, 2004
- « La rigidité des prix. Une étude sur données microéconomiques de prix à la consommation », n° 113, 2004 (en anglais)
- « L'inflation et le taux de marge dans la zone euro », n° 114, 2004 (en anglais)
- « Une estimation du taux d'intérêt "naturel" pour la zone euro », n° 115, 2004 (en anglais)
- « Le comportement de demande en capital TIC : une analyse empirique sur quelques grands pays industrialisés », n° 116, 2004 (en anglais)
- « Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro », n° 117, 2004
- « Indexation partielle, inflation tendancielle et la courbe de Phillips hybride », n° 118, 2004 (en anglais)
- « Régime de retraite et chute de la natalité : évolution des mœurs ou arbitrage microéconomique ? », n° 119, 2004
- « La formation des prix en France : les résultats d'une enquête spécifique », n° 120, 2004 (en anglais)
- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 121, 2005 (en anglais)
- « Changement structurel et persistance de l'inflation : une étude sectorielle sur l'IPC français », n° 122, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé de l'économie américaine », n° 123, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et emploi : avons-nous réellement besoin d'un modèle où les heures baissent ? », n° 124, 2005 (en anglais)
- « Le modèle de *Kydland-Prescott* peut-il passer le test de Cogley-Nason ? », n° 125, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé sur données zone euro », n° 126, 2005 (en anglais)
- « Réputation de la banque centrale dans un modèle prospectif », n° 127, 2005 (en anglais)
- « Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005
- « La modélisation macroéconométrique dynamique », n° 129, 2005
- « Coût d'opportunité de l'enfant, contraintes financières et fécondité », n° 130, 2005 (en anglais)
- « Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005
- « L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 132, 2005
- « Une comparaison des niveaux de productivité structurels des grands pays industrialisés », n° 133, 2005 (en anglais)
- « La Fed et la question de la stabilité financière : une analyse empirique », n° 134, 2005 (en anglais)
- « La formation des prix par les firmes au sein de la zone euro : résultats d'enquêtes », n° 135, 2005 (en anglais)

- « Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la consommation », n° 136, 2005 (en anglais)
- « L'hétérogénéité du degré de rigidité des prix : les enseignements d'une analyse microéconométrique », n° 137, 2005 (en anglais)
- « La rigidité des prix dans la zone euro : une synthèse de résultats empiriques récents sur données individuelles », n° 138, 2005 (en anglais)
- « Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006 (en anglais)
- « La relation inflation/production est-elle asymétrique dans la zone euro ? », n° 140, 2006 (en anglais)
- « Politique monétaire optimale dans un modèle DSGE estimé de la zone euro avec hétérogénéité internationale », n° 141, 2006 (en anglais)
- « La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, 2006
- « Les anomalies de la structure par terme des taux d'intérêt : prime de terme ou effet 'Peso' », n° 143, 2006
- « Cycles réel et du crédit : convergence ou divergence ? Une comparaison Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, 2006 (en anglais)
- « L'évaluation des co-mouvements entre la France, l'Allemagne et l'Italie à partir d'un modèle non stationnaire à facteurs sur la zone euro », n° 145, 2006 (en anglais)
- « Estimation de la production potentielle par la méthode de la fonction de production pour la France, l'Allemagne et l'Italie », n° 146, 2006 (en anglais)
- « La désaisonnalisation des séries d'agrégats monétaires et de crédit à la Banque de France : aspects théoriques et mise en œuvre », n° 147, 2006
- « Dans quelle mesure un modèle structurel avec prix et salaires visqueux est-il capable de répliquer les données américaines d'après-guerre ? », n° 148, 2006 (en anglais)
- « (Dés)Intégration financière », n° 149, 2006 (en anglais)
- « Inertie de la politique monétaire ou chocs persistants ? », n° 150, 2006 (en anglais)
- « Valeur décroissante et offre d'équilibre dans le cadre des opérations de refinancement des banques centrales », n° 151, 2006 (en anglais)
- « Réformes structurelles sur le marché du travail : quels enseignements peut-on tirer des études existantes », n° 152, 2006
- « Une relecture de l'arbitrage proximité-concentration : distance et investissements directs à l'étranger dans les pays de l'OCDE », n° 153, 2006 (en anglais)
- « Le partage des risques dans une économie en transition : le cas de la Roumanie rurale », n° 154, 2006 (en anglais)
- « Primes de risque de change et risque macroéconomique », n° 155, 2006 (en anglais)
- « Les évolutions de la productivité "structurelle" du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 156, 2006 (en anglais)

Débats économiques

- « Déséquilibres de balance courante, "appétit pour l'épargne" et "grève de l'investissement" », n° 1, 2006 (en anglais)
- « Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », n° 2, 2006 (en anglais)

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 93 (septembre 2006)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>).
Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris ¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

Textes officiels de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Banque de France

- DR n° 2191 du 19 juillet 2006 – Organigramme du Secrétariat général de la Commission bancaire
- DR n° 2192 du 24 juillet 2006 – Barème de traitement du personnel permanent – Indemnité de résidence et supplément familial de traitement – Primes, indemnités et allocations diverses
- DR n° 2193 du 24 juillet 2006 – Rémunération des agents d'entretien
- DR n° 2194 du 24 juillet 2006 – Rémunération du personnel auxiliaire de caisse
- DR n° 2195 du 24 juillet 2006 – Agents non permanents – Services de garde
- DR n° 2196 du 24 juillet 2006 – Rémunération des agents de surveillance
- DR n° 2197 du 24 juillet 2006 – Organisation de la Caisse générale
- DR n° 2198 du 24 juillet 2006 – Création du comité de pilotage de l'activité fiduciaire
- Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative au traitement automatique des monnaies métalliques en euros susceptibles d'être versées à la Banque de France ou à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer*

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

- Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
 - en juin 2006
 - additif pour février 2006
 - au deuxième trimestre 2006
- Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
 - en juin 2006
- Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement habilités à exercer en France
 - au deuxième trimestre 2006

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

Banque de France

- Adjudication d'obligations assimilables du Trésor
- Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
- Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels
- Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels indexés

¹ Heures d'ouverture : 9 h 30-16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40
Les demandes d'abonnement à la publication, fournies gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.

Coupon – abonnement

☐ Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____

Nom : _____

Société : _____

Fonction : _____

Adresse : _____

Code postal : _____ Ville : _____

Pays : _____

☐ Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____

Nom : _____

☐ Je souhaite m'abonner au *Bulletin de la Banque de France* :

Prénom : _____

Nom : _____

☐ Particulier

Adresse : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

☐ Professionnel

Fonction : _____

Société : _____

Activité : _____

Adresse : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :

BANQUE DE FRANCE
Service des Publications économiques et du Site internet
Code courrier 43-1396
75049 PARIS CEDEX 01
France



Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

Comité éditorial

Michel Cardona
Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

Pour joindre votre correspondant,
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués

Rédacteur en chef

Jean-Yves Greuet 29 27

Ont contribué au présent numéro :

Actualité (par sections)

Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ)	29 39
Zone euro et environnement international (DAMEP-SEMSI)	29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI)	34 73
La balance des paiements (DBDP)	32 82
La monnaie, les placements et les financements (DESM-SICOS/DBDP-SERIB)	28 08/59 96
Les marchés de capitaux (DOM-SAM/MOPM)	41 59/28 07

Articles

La Banque de France et la gestion des billets	56 26
Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM	49 49
Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne logement	28 14
Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne	32 60
Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain	49 78
Les ajustements des prix de production en France et dans la zone euro	49 78

Statistiques

DESM (BSME)	38 90
-------------	-------

Secrétaire de rédaction

Catherine Marzolf

Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, François Lécuyer, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement

Banque de France
07-1050 Service des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01
Tél. : 01 42 92 39 08
Fax : 01 42 92 39 40

Impression

NAVIS Imprimeur Conseil

Internet

www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm

Rédacteur en chef :

Jean-Yves GREUET
Chef du service
des Publications économiques et du
Site internet de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 29 27

Directeur de la publication :

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études
et des Relations internationales
de la Banque de France

Navis Imprimeur Conseil
N° imprimeur : 3482
Dépôt légal : Octobre 2006

